ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Hasse, Rolf H.; Koch, Thomas

Article — Digitized Version

Die Hard-ECU - eine Ersatz-D-Mark oder ein trojanisches Pferd?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Hasse, Rolf H.; Koch, Thomas (1991) : Die Hard-ECU - eine Ersatz-D-Mark oder ein trojanisches Pferd?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 71, Iss. 4, pp. 188-195

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/136746

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Rolf H. Hasse, Thomas Koch

Die Hard-ECU – eine Ersatz-D-Mark oder ein trojanisches Pferd?

Der Vorschlag der britischen Regierung, die ECU schrittweise zu einer „harten" europäischen Währung auszubauen, wird in jüngster Zeit in der Öffentlichkeit zunehmend positiv beurteilt. Welche Prinzipien liegen diesem Vorschlag zugrunde? Weist eine „harte" ECU Vorteile gegenüber der bisherigen ECU auf? Wie sind ihre Chancen als Parallelwährung einzuschätzen?

Die deutsch-deutsche Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion trat am 1. Juli 1990 in Kraft und verdrängte die Tatsache, daß zeitgleich die erste Stufe der europäischen Währungsunion begann. Der Golfkonflikt wiederum überlagerte den Beginn der beiden Regierungskonferenzen im Dezember 1990, auf denen die Vertragsänderungen für eine europäische Währungsunion und eine Europäische Politische Union vorbereitet werden sollten.

In dem Maße, in dem diese beiden politischen Zäsuren an Aktualität verlieren, treten in Europa die eigenen Zielsetzungen wieder hervor. Großbritannien ist am 8. Oktober 1990 überraschend dem Wechselkurssystem des EWS beigetreten. Die Regierungen beginnen, ihre Standpunkte zur europäischen Währungsintegration so zu konkretisieren, daß die Konfliktlinien besser sichtbar werden. In dieser Auseinandersetzung hat der britische Vorschlag einer „harten ECU" überraschend große Aufmerksamkeit gewonnen. Seit er ab Juni 1990 von der Bank of England[1] und den Schatzkanzlern[2] vorgestellt wurde, stieß er durchgängig auf Skepsis und Ablehnung[3]. Damit schien dieser zweite Vorschlag zugunsten einer evolutorischen Währungsintegration auf der Grundlage der Idee des Währungswettbewerbs ebenso abgelehnt zu werden wie die erste britische Initiative vom November 1989. Seit Januar 1991 mehren sich jedoch die Stimmen, die für eine harte oder gehärtete ECU eintreten und den britischen Plan insgesamt oder Teile davon positiv beurteilen. Diese Äußerungen lassen aufhorchen, weil hier Länder mit sehr unterschiedlichen währungspolitischen Grundvorstellungen (Spanien, Frankreich, Niederlande) plötzlich neue und scheinbar ähnliche Positionen vertreten[4]. Inwieweit damit Umorientierungen signalisiert werden, oder ob diese Länder nur taktische Positionen aufbauen, ist teilweise zu beantworten, wenn man die währungspolitische Logik des britischen Vorschlags erkennt und sie mit den Vorstellungen der genannten Länder vergleicht.

Einen Vorzug könnten die britische Regierung und die Bank of England zu Recht für sich in Anspruch nehmen. Ihr Vorschlag enthielt als einziger konkrete Maßnahmen für eine zweite Stufe. Der Delors-Bericht hielt sich hierzu sehr bedeckt. Der Europäische Rat beschloß auf seiner Tagung vom 27./28. Oktober 1990 in Rom zwar den Zeitpunkt des Beginns der zweiten Stufe, seine Ausführungen dazu gleichen jedoch einem diplomatischen Verwirrspiel: Konkrete Zeitpunkte und Zeitspannen wurden mit Vorbedingungen und Absichtserklärungen gekoppelt. Ebenso zutreffend ist die britische Einschätzung, daß sie mit der Konzeption der „Hard-ECU" weit über ihre Vorstellungen vom November 1989 hinausgegangen ist. Inwie-

Prof. Dr. Rolf H. Hasse, 50, lehrt Volkswirtschaftspolitik und Dr Thomas Koch, 28, ist Assistent an der Universität der Bundeswehr Hamburg.

[1] Vgl. u.a. R. Leigh-Pemberton: The United Kingdom's proposal for economic and monetary union, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Vol. 30, Nr. 3, August 1990, S. 374-377; derselbe: Beyond Stage 1 of EMU, in: Bank of England, a.a.O., S. 378 f.; derselbe: The World Economy and Europe – 1991, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 7 vom 30. Januar 1991, S. 4-8; Bank of England: The Hard ECU in Stage 2: Operational Requirements, London, 21. Juni 1990.

[2] Vgl. u.a. John Major: Ein harter ECU kann in der Gemeinschaft das Rennen machen, in: Handelsblatt vom 6. Juli 1990; derselbe: Stärker als die Deutsche Mark, in: Die Zeit, Nr. 28 vom 6. Juli 1990.

[3] Vgl. u.a. die Reaktion von Bundesbankpräsident Karl Otto Pöhl, vorgetragen in einem Interview in der Times am 26. Juni 1990, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 53, vom 28. Juni 1990, S. 1 f.; P. Norman: Out of step on the ECU, in: Financial Times vom 25. Juni 1990, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln, a.a.O., S. 3 f.

[4] Vgl. O. Issing: Über die „Hard ECU" zur Europäischen Währungsunion?, in: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 6, vom 28. Januar 1991, S. 7 f.

weit sie aber ein aktiver und positiver Beitrag auf dem Weg zur Europäischen Währungsunion ist[5], wird unterschiedlich eingeschätzt. Die Analyse der Details erlaubt Zweifel, daß die britische Regierung selber bereit wäre, alle geldpolitischen Konsequenzen ihrer Konstruktion zu akzeptieren.

Ausgangspunkt der britischen Überlegungen ist unverändert die Auffassung, daß die wirtschaftliche Konvergenz noch nicht ausreichend sei, um institutionelle Vereinbarungen zu treffen. Vor allem die Vorbedingung für feste Wechselkurse – die Preisstabilität – sei ungenügend und als Gemeinschaftsziel unzureichend verankert. Die britischen Währungsinstitutionen sehen als Endpunkt der Währungsintegration durchaus eine Einheitswährung. Sie warnen jedoch, daß ein diskretionärer Akt, diese frühzeitig einzuführen, Risiken beinhalte, die viel größer seien, als wenn man mit der Währungsunion so lange warten würde, bis die Politische Union weiter vorangeschritten sei.

In ihren Augen ist ihr Vorschlag das Optimum aus den verschiedenen Integrationszielen und -strategien:

☐ Er verbinde die Vorzüge der drei wichtigsten Strategien für die Phase nach der Stufe 1: die Intensivierung der Koordinierung und Kooperation zwischen den Zentralbanken im Ausschuß der Zentralbankpräsidenten; die Härtung des Wechselkurssystems des EWS und Härtung der ECU; und die Etablierung einer geld- und währungspolitischen Institution als Keimzelle eines Europäischen Zentralbanksystems.

☐ Er leiste einen aktiven gemeinschaftlichen Beitrag zu mehr Disziplin der Geldpolitik und damit zu mehr Preisniveaustabilität und wirtschaftlicher Konvergenz.

☐ Er erlaube, daß die neu zu schaffende Institution des European Monetary Fund (EMF) Erfahrungen sammele und die Glaubwürdigkeit gewänne, die erforderlich seien, wenn die ECU die D-Mark als monetärer Anker des EWS und der EMF damit die Deutsche Bundesbank in ihrer europäischen Leitrolle ablösten. Der EMF könnte sich zur Europäischen Zentralbank entwickeln.

☐ Alle Kompetenzverlagerungen könnten stufenweise erfolgen. Damit würde die Konfusion vermieden, die bei abrupten Übergängen zu erwarten sei.

☐ Er ermögliche die evolutorische Gewöhnung an eine gemeinsame Währung – die ECU. Die marktorientierte Verbreitung löse das schwierige Problem ihrer Akzeptanz besser, als wenn sie als alleiniges Zahlungsmittel plötzlich staatlich dekretiert würde.

☐ Der Grundsatz der Subsidiarität würde nicht verletzt. Der EMF würde zwar Einfluß auf die monetären Entwicklungen ausüben, die Verantwortung für die Geldpolitik bliebe aber bei den nationalen Zentralbanken.

Die Kernidee

Die Kernidee ist, die Hard-ECU als 13. Währung in das EWS einzuführen und den EMF als Gemeinschaftsinstitution zu gründen, die das alleinige Emissionsrecht besitzt. Die Hard-ECU würde als vollgültige Währung ohne Korbcharakter geschaffen und in das Paritätengitter des EWS mit einer Bandbreite von ±2,25% eingegliedert werden. Sie wäre gesetzliches Zahlungsmittel in allen teilnehmenden Ländern. Als wichtigstes Attribut soll sie mit einer Nicht-Abwertungsgarantie ausgestattet werden. Während die Korb-ECU den gewogenen Durchschnitt der Inflationsraten der beteiligten Korbwährungen widerspiegelt, soll die Hard-ECU an die stärkste Währung angelehnt werden. Gesichert werden soll diese Garantie durch die Verpflichtung der am EMF teilnehmenden Zentralbanken, auf Aufforderung des EMF die eigene Währung zurückzukaufen bzw. die Währungsverluste bei Abwertungen auszugleichen. Mit dieser Konstruktion glaubt die britische Regierung, daß die Hard-ECU außerhalb der Kritik an einer konventionellen Parallelwährung stünde, wie sie zu Recht im Delors-Bericht vorgetragen worden sei[6].

Die Nicht-Abwertungsgarantie und der beabsichtigte gemeinschaftliche Beitrag zu einer größeren monetären Disziplin sollen mit Hilfe des EMF erreicht werden. Nach dem neuesten Stand der britischen Überlegungen[7] verpflichten sich die teilnehmenden Zentralbanken, nach Aufforderung des EMF Aktiva des EMF in ihren Währungen gegen Hard-ECU oder eine andere harte Währung zurückzukaufen. Damit soll der Wert der Anlagen auf der Aktivseite des EMF, die durch Substitution von nationalen Währungen gegen emittierte Hard-ECU erworben wurden, gesichert werden. Gleichzeitig wird der Wert der Hard-ECU auf der Passivseite des EMF erhalten.

Als Problem bleibt, inwieweit die Substitution nationaler Währungen gegen Hard-ECU aus der Sicht des EMF ein passiver Vorgang sei, der nur durch die Inflationspolitik nationaler Zentralbanken ausgelöst wird, oder auch durch eine aktive Geld- und Währungspolitik des EMF beschleunigt werden kann. Der Vorschlag umfaßt mittlerweile beide Optionen. Deshalb muß zusätzlich geprüft werden, inwieweit die Grundannahme durchgängig eingehalten wird, daß

[5] So der Präsident der Bank of England am 11. Juli 1990 in Straßburg. R. Leigh-Pemberton: The United Kingdom's proposals for economic and monetary union, a.a.O., S. 374.

[6] R. Leigh-Pemberton, ebenda, S. 376.

[7] Vgl. R. Leigh-Pemberton: The World Economy and Europe – 1991, a.a.O., besonders S. 7 f.

□ die Emission der Hard-ECU keine monetäre Expansion der umlaufenden Geldmenge in den teilnehmenden Ländern bewirkt und

□ die Aktionen des EMF immer ein Beitrag zur Verbesserung der Geldwertsicherung in der Gemeinschaft sind.

Chancen als Parallelwährung

Die Hard-ECU hat wie die Korb-ECU eine abgeleitete, geborgte und keine eigene Definition der Stabilität. Sie ist abhängig von der Existenz anderer Währungen. Ihre Einführung und Verbreitung setzt voraus, daß die monetäre wirtschaftliche Konvergenz nicht gegeben ist und auch während des Substitutionsprozesses nicht realisiert wird. Die Existenz deutlicher Inflationsunterschiede als „Erfolgsvoraussetzung" ist so wichtig, weil der Hard-ECU alle anderen Faktoren für eine normale Nachfrage und Berechnung fehlen: eine Volkswirtschaft mit ihrem Produktionspotential; eine historisch gewachsene Akzeptanz durch die Wirtschaftssubjekte. Ist der Optimismus, daß sich die Hard-ECU am Markt durchsetzt, gerechtfertigt? Nach ihrer Konstruktion ist sie nie besser als die stabilste Währung im EWS, denn eine absolute Wertgarantie mit Hilfe einer Kaufkraftklausel, wie sie im „The All Saints' Manifesto for European Monetary Union" 1975 vorgeschlagen worden ist, wird nicht erwogen[8]. Wo liegen die Nachfragepräferenzen? Warum ist die D-Mark bei gegebener Konvertibilität und mit ihrem seit Jahren bestehenden Stabilitätsvorsprung nicht eine erfolgreiche Parallelwährung gewesen? Die D-Mark ist der monetäre Anker und die n-te Währung des EWS, ferner ist sie die wichtigste Interventionswährung und international die zweitwichtigste Anlage- und Reservewährung[9]. Dennoch ist sie keine Parallelwährung in Europa. Die Hard-ECU soll es aber werden, ohne daß sie gegenüber der D-Mark und damit auch gegenüber den anderen EWS-Währungen einen größeren Stabilitätsvorsprung haben wird.

Wenn man die Durchsetzungskraft der Hard-ECU analysiert, kommt man zu keinen günstigeren Ergebnissen als denen, die man erhalten hat, als man die in der Literatur diskutierten Varianten der Korb-ECU und der ECU als eigene Währung auf ihre Eignung als Parallelwährung untersuchte[10]. Um über den Markt eine große Verbreitung zu erreichen, muß die Hard-ECU nicht nur alle Geldfunktionen erfüllen, sondern diese besser erfüllen können als die Mehrzahl der EWS-Währungen. Wenn man überprüft, inwieweit die Hard-ECU die Zahlungsmittelfunktion wahrnehmen kann und damit als Bargeld und unverzinsliche Sichtguthaben andere EWS-Währungen verdrängt, stößt man sehr schnell auf mannigfache Akzeptanzhemmnisse. Bei zinslosen Anlagen läge ein Vorteil der Hard-ECU in der Nicht-Abwertungsgarantie, die wie eine zeitlich unbegrenzte Tauschoption gegenüber der stabilsten Währung des Systems wirkt. Dieser Vorteil würde jedoch nur für Wirtschaftssubjekte in Ländern mit deutlichen Inflationsdifferenzen gegenüber dem Durchschnitt gelten, wenn die Wechselkurse nach den Kaufkraftparitäten verändert werden. Dieser Effekt würde entfallen, sowie die Wechselkurse trotz bestehender Inflationsunterschiede und temporär abweichender Realwerte des Bargelds über andere Mechanismen als Wechselkursanpassungen ausgeglichen würden.

Für Wirtschaftssubjekte in Ländern mit inflatorischen Währungen wäre der Umtausch in Hard-ECU eine rationale Alternative. Dem stehen jedoch die mit dem Umtausch und der Verwendung zusammenhängenden Transaktions- und Informationskosten gegenüber. Verstärkt werden diese Hemmnisse durch Verhaltensweisen, die auf Erfahrungen und Konventionen aufbauen. Die Geldordnung ist ein wichtiger Teil der konstitutionellrechtlichen Ordnung eines Landes. Sie hat den Charakter gesellschaftlichen Kapitals. Eine Währungssubstitution verändert diese Ordnung. Einer Vernichtung des gesellschaftlichen Kapitals stehen die Beharrungskräfte der eingespielten Konventionen gegenüber, die erst freiwillig aufgegeben werden, wenn die negativen Wirkungen der bestehenden Ordnung sehr groß und die Informations- und Transaktionskosten gering sind. Konventionen können bewirken, daß Ordnungen stabil bleiben, selbst wenn sie nicht mehr pareto-optimal sind[11]. Dies erklärt die empirischen Ergebnisse, daß die Elastizität der Nachfrage nach Fremdwährung auch in Zeiten großer Inflationsdifferenzen gering war[12].

Verschiedene Währungen sind auch bei Preis- und Kostendifferenzen keine vollständigen Substitute. Konventionen sind eine Substitutionsbremse, zumal die Kosten der Inflationsdifferenz in der Kassenhaltung nicht überschätzt werden dürfen[13]. Die zwischen den EG-Ländern

[8] Abgedrucktin: M. Fratianni, Th. Peeters: One Money for Europe, London und Basingstoke 1978, S. 37-43.

[9] Vgl. Rolf Hasse (Hrsg.): Konfliktpotentiale in den amerikanisch-europäischen Währungsbeziehungen, in: M. Knapp (Hrsg.): Transatlantische Beziehungen. Die USA und Europa zwischen gemeinsamen Interessen und Konflikt, Stuttgart 1990, S. 82 f., 93 f.

[10] Vgl. Rolf Hasse: Die ECU – ein Währungsmedium mit Integrationswirkungen?, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 37. Jg., Heft 2/3 (1988), S. 238 ff.; derselbe: The European Central Bank: Perspectives for a Further Development of the European Monetary System, Gütersloh 1990, S. 101-114; vgl. auch N. Kloten, P. Bofinger: Währungsintegration über eine europäische Parallelwährung?, in: D. Duwendag (Hrsg.): Europa-Banking. Bankpolitik im europäischen Finanzraum und währungspolitische Integration, Baden-Baden 1988, S. 64 ff.

[11] Vgl. Peter Bofinger: The Political Economy of the Hard-ECU Proposal, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series No. 512, London, Februar 1991, S. 6-8 und die Literatur dort.

[12] Vgl. u.a. B. Klein: Competing Monies, European Monetary Union and the Dollar, in: M. Fratianni, Th. Peeters, a.a.O., S. 69-94.

[13] Vgl. dazu die Erläuterungen in R. Hasse: The European Central Bank, a.a.O., S. 108 f.

bestehenden Inflationsabweichungen reichen kaum aus, daß die Hard-ECU sich als Transaktionswährung durchsetzt. Dies wäre aber eine Voraussetzung, um die Informations- und Transaktionskosten zu senken und der Politik des EMF mehr Gewicht zu verleihen.

Keine besseren Ergebnisse sind zu erwarten, wenn man prüft, ob die Hard-ECU als unverzinsliches Zahlungsmittel eine Funktion bei außenwirtschaftlichen Transaktionen gewinnen könnte. Auch hier zeigt sich allen bisherigen Alternativen gegenüber weltweit eine „Dominanz der heimischen Währung"[14]. Die theoretisch denkbaren Einsparungen an Transaktionskosten, wenn alle Teilnehmer nur eine international handelbare Währung halten, werden nicht realisiert. Auch Länder, denen aufgrund von Kapitalverkehrskontrollen keine Terminabsicherungen erlaubt wurden (Frankreich, Italien), wählten kaum den möglichen Ausweg, die Korb-ECU als Fakturawährung zu verwenden[15].

Die Aussichten für die Hard-ECU als verzinsliche Anlage sind keineswegs besser, sofern man – wie es der britische Vorschlag betont – allein von Marktprozessen ausgeht. Man kann für diese Anlagen zwar eine größere Rationalität und eine größere Elastizität der Nachfrage in bezug auf die Inflation unterstellen als bei der Nachfrage nach unverzinslicher Kasse. Aber es gilt zu beachten, daß eine Inflationsdifferenz zwar eine notwendige, aber noch keine hinreichende Bedingung für eine erfolgreiche Währungssubstitution ist. Die Währungssubstitution tritt nur ein,

- wenn die Inflationsdifferenz nicht durch eine Zinsdifferenz ausgeglichen wird und
- die Geldwertentwicklung in den Wechselkursentwicklungen nicht antizipiert wird.

Bei effizienten Devisenmärkten ist gewährleistet, daß Wechselkurserwartungen durch entsprechende Zinsdifferenzen kompensiert werden. Ein Anreiz zur Währungssubstitution entfällt. Die Höhe der Inflationsdifferenz ist also nicht ausschlaggebend, entscheidend ist vielmehr die Richtigkeit der Inflationsprognose, und diese wird weniger durch die Höhe der Inflationsrate als durch ihre Varianz bestimmt. Bei verzinslichen Anlagen dürften die Zinsen für Hard-ECU-Forderungen also immer niedriger liegen als die in den Ländern mit höheren Inflationsraten. Der Zinssatz für Hard-ECU würde sich dem Zinssatz der Anlagen in der stabilsten EWS-Währung annähern. In der Anfangsphase hätten Hard-ECU-Anlagen ein zusätzliches Handikap. Ihre Transaktionskosten wären höher als zum Beispiel auf dem Markt für D-Mark-Anlagen, weil ihr Marktvolumen klein ist. Ohne eine Zinssubvention oder eine besondere Bereitschaft der EG-Institutionen, sich in Hard-ECU zu verschulden, wäre das Wachstum dieses Marktes zumindest nur gering. Eine „infant-currency"-Politik widerspräche aber eindeutig dem ordnungspolitischen Credo des britischen Planes: Die Hard-ECU soll sich am Markt durchsetzen, weil dort die Präferenzen der Marktteilnehmer zuverlässiger ermittelt werden können als durch staatliche Dekrete.

Abschließend kann festgestellt werden, daß die Konstruktion einer Hard-ECU bei Konvertibilität zwischen den EWS-Währungen und bei einer Nicht-Abwertungsgarantie keineswegs große Erwartungen hinsichtlich einer Währungssubstitution rechtfertigen. Die These, die Hard-ECU könnte ein würdiger Nachfolger der D-Mark als Ankerwährung werden, wird insofern folgerichtig nicht als Ergebnis des Marktprozesses erklärt, sondern als politische Entscheidung, die außerhalb der ordnungspolitischen Grundüberlegungen steht: „But if the Community is going to move towards monetary union, then the deutschmark is going to cease being the anchor currency, it could only continue in that role if the deutschmark itself became the single currency, and that would not be politically feasible."[16] Dies setzt aber erst einmal voraus, daß der Beitrag der Hard-ECU zur monetären Disziplinierung groß genug gewesen ist, so daß wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Konvergenz realisiert worden sind.

Die passive Rolle des EMF

Der eigentliche Fortschritt des britischen Planes ist die institutionelle Erweiterung des Vorschlags. Die britische Regierung anerkennt damit, daß sogar eine Parallelwährung keine institutionenfreie Strategie sein kann. Auf der einen Seite ist der geplante EMF wichtig, um die Hard-ECU am Markt zu etablieren. Sie könnte als „lender of last resort" fungieren und auch die Aufgaben als Clearingstelle übernehmen, zwei Bereiche, deren Fehlen bei der privaten Korb-ECU immer als großer Mangel empfunden wurden[17]. Auf der anderen Seite entstehen geld- und währungspolitische sowie politische Probleme, wenn der EMF doch mehr als eine Konversionsstelle für nationale Währungen in Hard-ECU sein soll. Dafür sprechen die sehr unterschiedlichen Aufgaben, die ihm übertragen werden sollen.

---

[14] Vgl. Peter B. Kenen: The Role of the Dollar as an International Currency, Group of Thirty, Occasional Papers 13, New York 1983.

[15] Vgl. die empirischen Daten in R. Hasse: Die ECU – ein Währungsmedium mit Integrationswirkungen, a.a.O., S. 243 f.

[16] R. Leigh-Pemberton: The World Economy and Europe – 1991, a.a.O., S. 7.

[17] Vgl. Rainer St. Masera: An Increasing Role for the ECU: a Character in Search of a Script, in: D. E. Fair, C. de Boissieu (eds.): International Monetary and Financial Integration – The European Dimension, Dordrecht u.a. 1988, S. 129-150.

□ Einmal soll mit ihm ein Beitrag zur monetären Disziplinierung geleistet werden.

□ Ferner soll er Einfluß auf die monetäre Entwicklung ausüben, ohne die nationale Autonomie der Geldpolitik aufzuheben.

□ Schließlich könnte er Vorläufer eines Europäischen Zentralbankensystems (EZBS) sein; als Unterstützung dieser Zielsetzung entwickelte die britische Regierung Überlegungen für ein Statut des EMF.

Ein Aspekt soll vorweg erwähnt werden, weil er in den offiziellen Papieren nicht berücksichtigt wird – das Verhältnis zwischen der privaten Korb-ECU mit ihrem Markt und der Hard-ECU. Da die private ECU als offener Korb konzipiert worden ist, könnte man argumentieren, daß alle auf ECU lautenden Forderungen und Verpflichtungen zu einem Stichtag einfach auf Hard-ECU übertragen werden. Dies würde aber die ursprünglichen Anlageüberlegungen stark verändern. Die private Korb-ECU hat ihre Attraktivität in dem Währungs- und Zinsmix, die besondere Arbitrage- und Absicherungsgeschäfte ermöglichen. Die Hard-ECU dagegen würde umgekehrt zu den Zinssätzen und der Wertentwicklung der stabilsten EWS-Währungen tendieren. Inwieweit aus diesem Grunde eine bloße Umschreibung nicht eine einseitige Bevorzugung der Gläubigerseite bedeuten würde (weiterhin hoher Zins bei verringertem Wertrisiko), müßte noch für alle Fälle eines nicht variablen Zinssatzes untersucht werden. Denkbar wäre es, daß dieser Typus als Finanzinnovation unabhängig fortbestehen könnte und sollte.

Entscheidender sind die geldpolitischen Implikationen des EMF. Grundsätzlich soll der EMF Hard-ECU nur gegen Finanzaktiva in nationalen EWS-Währungen ausgeben. Dadurch geht er ein geschäftliches Risiko (Wertminderung der Aktiva durch Abwertungen) ein, dessen Abwehr mit der Wertgarantie für die Hard-ECU gekoppelt wird. Die am EMF teilnehmenden EWS-Zentralbanken übernehmen die Verpflichtung, den Wert der Aktiva zu garantieren. Akut ist dies bei Abwertungen. Der Ausgleich soll durch den Rückkauf der nationalen Währungen gegen Hard-ECU oder eine andere harte Währung erfolgen („some other strong currency").

Diese Transaktionen haben folgende Primärwirkungen: allgemein wird angenommen, daß die Emission von Hard-ECU keinen zusätzlichen Liquiditätseffekt hervorrufen würde. Dies gilt aber nur für den Fall, daß der EMF die erworbenen Aktiva in nationalen Währungen bei der entsprechenden Zentralbank anlegt. Dann gilt, daß dem Zuwachs der Geldmenge in Hard-ECU ein Schrumpfen in nationaler Währung gegenübersteht, so daß die Gemeinschaftszentralbankgeldmenge konstant bleibt. In diesem Falle wäre zu regeln, ob die Anlagen des EMF von der nationalen Zentralbank verzinst werden oder nicht. Wählt der EMF dagegen eine Anlage am nationalen Finanzmarkt, wäre zwar der Aspekt der Verzinsung gelöst, es entstünde jedoch ein Nettoliquiditätseffekt: die Geldmenge in Hard-ECU würde zunehmen und die Zentralbankgeldmenge in nationaler Währung bliebe unverändert. Da der britische Plan unterstellt, daß es zu keinem Nettoliquiditätseffekt käme, müßte die Anlage bei den nationalen Zentralbanken vorgeschrieben werden. Dies kollidiert – wie weiter unten gezeigt wird – mit einem anderen Teil des Vorschlages.

Aspekte der Rückkaufverpflichtungen

Ebenso interessant sind einige Aspekte der Rückkaufverpflichtungen. Der Rückkauf gegen Hard-ECU würde die umlaufende Geldmenge in Hard-ECU senken. Dieser Effekt ist eventuell von seiten des EMF gar nicht erwünscht, weil er den Substitutionsprozeß und die Entwicklung eines Hard-ECU-Finanzmarktes bremsen würde. Deshalb könnte die Rückkaufsregelung bald auf den so unbestimmten Bereich „some other strong currency" beschränkt werden[18]. Hierbei könnten EWS-Teilnehmerwährungen oder Drittlandwährungen gewählt werden. Wenn man die Formulierung streng auslegt, sind Sonderziehungsrechte ausgeschlossen. Von den Teilnehmerwährungen würde in erster Linie die D-Mark in Betracht kommen, bei der Drittlandwährung wohl der US-Dollar.

Zwei Gesichtspunkte müßten dabei beachtet werden. D-Mark-Transfers würden das Wertsicherungsproblem lösen, wenn unterstellt wird, daß die D-Mark die stabilste Währung im EWS bliebe. Dies kann beim Dollar-Transfer kaum angenommen werden. Der EMF und die Hard-ECU hätten weiterhin ein Wertrisiko zu tragen. Daraus ergibt sich die Schlußfolgerung, daß ein Rückkauf gegen „some other strong currency" immer ein Restrisiko bezüglich der Wertsicherung enthielte, das zusätzliche Vorkehrungen für den bilanziellen Ausgleich im EMF erfordern würde. Das zweite Problem ist, wie die betroffene nationale Zentralbank diesen Transfer finanziert. Bei einem Ausgleich in US-Dollar kann man unterstellen, daß sie über diese Währungsreserve verfügt. Bei einem Transfer von D-Mark kann dies aufgrund der bisherigen Abkommen im EWS nicht ohne weiteres angenommen werden. Also bleibt die Finanzierung ein noch zu lösendes Problem (Kauf am Markt mit Wechselkursreaktionen, Kreditaufnahme an den Finanzmärkten, Zentralbankkredit). Hinter

[18] Dies würde dann an die Aussetzung des Goldtransfers im Rahmen des Saldenausgleichs im Europäischen Wechselkursverbund 1972 erinnern. Im April 1972 wurde diese Regel im Baseler Abkommen beschlossen, um im ersten konkreten Fall Italien gegenüber im Dezember 1972 bereits ausgesetzt zu werden.

den einfach klingenden Formeln verbergen sich also zahlreiche Schwierigkeiten.

Die Tätigkeit des EMF wird aber nicht auf diese primären Aktivitäten beschränkt. Der britische Plan öffnet dem EMF auch eine aktivere Rolle in der gemeinschaftlichen Geldpolitik. Einmal wird ihm zugebilligt, das Angebot an Hard-ECU wie jede andere Zentralbank durch eine Zins- und Mengenpolitik zu regulieren. Ferner soll der EMF geldpolitisch aktiv werden, wenn „... the Board of the EMF believed that monetary conditions in the Community as a whole needed to be lighter, it could increase Hard-ECU interest rates"[19]. Aber auch an eine aktive Beeinflussung der Geldmenge einzelner Währungen durch den EMF wird gedacht, indem er den Rückkauf der nationalen Währung von den Zentralbanken fordert.

Mit diesen Vorstellungen berührt der britische Plan sensitive politische Bereiche. Gleichzeitig steht die Glaubwürdigkeit des ordnungspolitischen Ansatzes auf dem Prüfstand. Die britischen Vertreter der Hard-ECU werden nicht müde zu betonen, daß das Recht des EMF, jede erworbene nationale Währung an die emittierende Zentralbank zu verkaufen und eine eigenständige Preis- und Mengenpolitik mit und für ihre Hard-ECU zu betreiben, zwar Druck auf betroffene Zentralbanken und ihre Geldpolitik ausüben würde. Dennoch wird unisono die Auffassung vertreten, daß dadurch die nationale Geldpolitik zwar beeinflußt, aber nicht kontrolliert würde. In der Stufe 2 würde deshalb die Verantwortung für die Geldpolitik bei den nationalen Zentralbanken verbleiben, das Subsidiaritätsprinzip bliebe gewahrt. Darüber hinaus wird hervorgehoben, „... there would thus be no muddying of responsibility or violation of the principle of the indivisibility of monetary policy"[20].

Faßt man diese Verlautbarungen zusammen, bleiben nur zwei denkbare Schlußfolgerungen: Entweder das theoretische Konzept ist unklar und man versucht, den Marktprozeß als Entwicklungsmotor auch dann noch zu rechtfertigen, wenn dem EMF bereits eine massive diskretionäre Geldpolitik eröffnet wird. Oder man hat keine klaren Vorstellungen, in welchem Entwicklungsstadium der EMF welche Politik (nur passive Konversion der Währungen mit Wertsicherungstransaktionen oder aktive Zins- und Mengenpolitik über den Hard-ECU) verfolgen darf. Für beide Fälle (sofortige, vollständige Kompetenz für beide Politiken; allmähliche Erweiterung der Kompetenzen während der Stufe 2) muß die Frage aufgeworfen werden, inwieweit die Gründung des EMF eine Maßnahme ist, die unter Art. 102a EWG-Vertrag fällt, so daß ein ratifizierungsbedürftiger Vertrag nach Art. 236 erforderlich ist. Für ein Verfahren gemäß Art. 235 (nicht-ratifizierungsbedürftiger Vertrag) scheinen die Eingriffe in die geldpolitische Autonomie und zum Beispiel in die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank zu weit zu reichen. Der EMF könnte sonst wie ein Hebel gegen die Deutsche Bundesbank und die D-Mark wirken bzw. eingesetzt werden. In diesem Bereich ist wahrscheinlich die Erklärung für das plötzliche Interesse Frankreichs am britischen Plan zu finden.

Spielraum für eine eigenständige Geldpolitik

Dieses gesamte Problemfeld soll hier nur skizziert werden. Es gilt zu prüfen, wie groß der Spielraum des EMF für eine eigenständige Geldpolitik ist und ob auch weniger stabilitätsorientierte Verhaltensweisen wahrscheinlich sind. Der EMF soll das Recht haben, den Zinssatz so festzulegen, daß er bei zu expansiver Geldmengenpolitik in der Gemeinschaft über die Konversion in Hard-ECU einen Disziplinierungsdruck ausübt. Grundsätzlich verlangt dies bei den nationalen Zentralbanken die Bereitschaft, auf jede kompensatorische Geldmengenpolitik zu verzichten.

Aufgrund der Konstruktion der Hard-ECU ist ein normaler Zinssatz zu erwarten, der um den Zinssatz der stabilsten Währungen schwankt. Eine Zinssenkung durch den EMF wäre kein Mittel, um die Attraktivität und Verbreitung der Hard-ECU zu fördern: die Bereitschaft zur Konversion sänke, und die Hard-ECU würde im Paritätengitter des EWS zur Schwäche neigen und müßte eventuell durch den Ankauf von Hard-ECU gestützt werden. Die Finanzierung der Intervention würde ein zusätzliches Problem darstellen[21]. Die Attraktivität und größere Verbreitung sowie ein disziplinierender Einfluß auf die Gemeinschaftsgeldmenge sind durch eine Zinserhöhung zu erreichen. Die Konversion wäre lohnender. Die Hard-ECU würde zusätzlich im Paritätengitter stärker werden und im Falle der Interventionen gegen schwächere Währungen verkauft werden. Die Liquiditätsvernichtung nationaler Währungen setzt zwingend eine Anlage der von dem EMF erworbenen Aktiva bei den betroffenen Zentralbanken voraus, die gleichzeitig auf eine Wiederauffüllung der Liquidität verzichten. Entweder es besteht das Gebot, auf eine kompensatorische Geldpolitik zu verzichten, oder

[19] R. Leigh-Pemberton: The World Economy and Europe – 1991, a.a.O., S. 8.

[20] Ebenda.

[21] Es müßte geklärt werden, welche nationale Währung verkauft wird, ob sie aus eigenen Beständen oder über den Interventionskredit im EWS finanziert wird. Da nur eine stärkere Währung in Frage kommt, wäre ein häufigerer Einsatz der D-Mark zu erwarten, und zwar sowohl bei intra- als auch bei intermarginalen Interventionen. Da der EMF aber kaum über D-Mark-Bestände verfügen würde, müßte er Interventionskredite erhalten. Die Geldmenge in der Bundesrepublik würde beeinflußt. Die Frage, ob der EMF Teil des Systems der sehr kurzfristigen Finanzierung ist, beantwortet der britische Plan nicht.

der EMF erhält ein Antragsrecht, die Hard-ECU aufzuwerten und damit eine Zwangskonversion einzuleiten, um die monetäre Disziplinierung durchzusetzen.

Bei diesen geldpolitischen Ableitungen sollte ferner beachtet werden, daß die Nachfrage nach Hard-ECU den Erfolg dieser Politik bestimmt. Wieso sollen Schuldner es attraktiver finden, Hard-ECU zu wählen, wenn die Zinsen steigen? Wo liegt das Interesse der Gläubiger? Bei einer Zinserhöhung könnte sich durchaus eine Spaltung des Marktes ergeben: die Gläubiger gehen in Hard-ECU und die Schuldner nicht. Gleichzeitig müssen den Gläubigern attraktive Anlagen angeboten werden. Unseres Erachtens muß der EMF dafür marktgängige, verzinsliche Papiere anbieten. Dafür müßten zuerst einmal Voraussetzungen geschaffen werden. Noch verzwickter wird die Sachlage dadurch, daß sich ein betriebswirtschaftliches Problem auftäte: Wer zahlt die Zinsen? Dieser Aspekt soll noch einmal die Problematik hervorheben, die sich aus dem Anspruch der monetären Disziplinierung (Anlage der Bestände in nationalen Währungen des EMF bei den Zentralbanken) und dem Ziel, Zinserträge durch Anlagen auf den nationalen Finanzmärkten (ohne Verringerung der Zentralbankgeldmenge) zu erreichen, ergeben.

Ein zusätzlicher Effekt kann durch die Refinanzierungspolitik des EMF auftreten, wenn ein ausreichend großer Hard-ECU-Markt bestehen sollte. In der Funktion als „lender of last resort" könnte der EMF in die Rolle einer 13. Zentralbank hineinwachsen und eine multiple Kreditschöpfung in Hard-ECU entstehen. Die Liquiditätsneutralität der Politik des EMF wäre dann vollständig obsolet.

Apolitische Argumentation

Ein weiterer Teilaspekt des britischen Vorschlags verdient es, auf seine Wirkungsbreite hin untersucht zu werden. Auch hier fällt auf, daß in dem Plan eine rein technische, geradezu apolitische Argumentation gewählt wird. Dem EMF soll das Recht eingeräumt werden, zur Stärkung der monetären Disziplin selbständig nationale Zentralbanken zum Rückkauf ihrer Währungen aufzufordern. Dieser Vorschlag ist ein Muster dafür, daß der Plan in seinen geldtheoretischen Dimensionen unzureichend durchdacht worden ist. Wenn ein direkter Liquiditätsentzugseffekt beabsichtigt ist, muß beachtet werden, daß dieser nur eintritt, wenn die Anlagen des EMF in nationalen Währungen zuvor auf den Finanzmärkten angelegt wurden. Diese Voraussetzung steht im krassen Widerspruch zu den Bedingungen, die eingehalten werden müssen, wenn die ursprüngliche Konversion der nationalen Währung gegen Hard-ECU liquiditätsneutral sein soll. Die für den Rückkauf angestrebten Liquiditätseffekte und Anlageformen würden bedeuten, daß bei der ursprünglichen Emission der Hard-ECU ein expansiver Nettoliquiditätseffekt entstanden wäre, so daß das Konzept keineswegs liquiditätsneutral, sondern monetär expansiv wirken würde. Darüber hinaus müssen die Wechselkurswirkungen einer Rückkaufsaufforderung beachtet werden. Der EMF würde mit dem Verlangen, nationale Währungen zurückzukaufen, ein Testat zur Inflationspolitik abgeben und eine Abwertungsspekulation auslösen. Diese würde dann zu Interventionen führen, die tatsächlich zu einer Verringerung der nationalen Geldmenge und auch zu einer Vergrößerung des Angebots von Hard-ECU führen. Die Frage, ob der EMF Teil des Systems der sehr kurzfristigen Finanzierung des EWS sein wird, beantwortet der britische Vorschlag allerdings nicht.

Vor diesem Hintergrund ist es fast müßig zu prüfen, ob die nationalen Zentralbanken bei einem Rückkauf andere harte Währungen aus eigenen Beständen anbieten oder – wie es seit längerem möglich ist und praktiziert wird – die Rückzahlung aus Reserven erfolgt, die als Kredit auf den internationalen Finanzmärkten aufgenommen worden sind[22]. Die angestrebte Budgetrestriktion bei den Währungsreserven greift dann nicht so schnell. Interessant wäre es jedoch zu wissen, inwieweit eine Rückzahlung in Hard-ECU und damit die Verringerung von deren Geldmenge im Interesse des EMF sei.

Diese Überlegung leitet zu einem weiteren unklaren Teil des britischen Planes über. Die Funktionsweise des Konzeptes wird nur aus der Sicht des EMF und seiner gemeinschaftlichen stabilitätsorientierten Zielsetzung betrachtet. Die dabei unterstellten positiven Wirkungen können nicht bestätigt werden, weil der Plan eine Reihe theoretischer Mängel enthält. Ein weiteres Problem könnte in der Interessenpolitik des EMF liegen. Angenommen, der Hard-ECU setze sich am Markt durch, die D-Mark bliebe aber weiterhin der wichtigere monetäre Anker des EWS. Sind in diesem Falle nicht ähnliche Vorwürfe vom EMF der Deutschen Bundesbank gegenüber zu erwarten, wie sie die nationalen Zentralbanken und die Regierungen äußern: die Deutsche Bundesbank verfolge eine Überstabilitätspolitik[23]. Da die Zentralbanken der Teilnehmerländer am EWS im EMF vertreten sind, könnten sie über diese gemeinschaftliche Ebene Druck ausüben, daß die Deutsche Bundesbank binnenwirtschaftlich notwendige Restriktionsmaßnahmen, die gleichzeitig den gemeinschaftlichen Stabilitätsstandard sichern würden, nicht ergreift oder nur halbherzig durchsetzt. Ein Argument

[22] Vgl. dazu Rolf Hasse: Multiple Währungsreserven. Probleme eines Währungsstandards mit multiplen Devisenreserven, Stuttgart, New York 1984, S. 149 ff.

[23] Vgl. dazu im einzelnen Rolf Hasse: The European Central Bank, a.a.O., S. 143 ff.

könnte lauten, daß es problematisch sei, zum Beispiel mit einer D-Mark-Zinserhöhung den Hard-ECU unter Abwertungsdruck zu setzen, der nur aufgefangen werden könnte, indem sein Marktvolumen durch zinspolitische Maßnahmen oder durch Interventionen verringert würde. Da ein direkter Einfluß auf die deutsche Geldpolitik mit dem Hard-ECU kaum möglich wäre, könnte dieser indirekte Weg gewählt werden.

Daß derartige Befürchtungen nicht unbegründet sind, zeigen die Vorschläge, die die britische Regierung zum Statut und zur Zielsetzung des EMF Anfang 1991 nachgereicht hat. Hier wird eine eindeutige Position bewußt vermieden, indem zwei Alternativen zur Wahl gestellt werden[24]. In Option 1 soll der EMF vollständig unabhängig sein. In Option 2 soll der EMF kein Vorgriff auf die Gestaltung des EZBS sein; in seinen Entscheidungsgremien säßen sowohl Mitglieder der nationalen Regierungen als auch der nationalen Zentralbanken. Die Option 1 streut Sand in die Augen. Denn selbst in diesem EMF säßen die Vertreter der nationalen Zentralbanken, die überwiegend weisungsgebunden sind, zumal eine Änderung der Statuten dieser Zentralbanken nicht angeregt wird.

Schlußfolgerungen

Die Hard-ECU und der EMF sind keineswegs die behaupteten Instrumente, mit denen die monetäre Disziplin verbessert sowie die wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Konvergenz gesichert werden können. Auch werden mit der Hard-ECU und dem EMF die Schwierigkeiten nicht beseitigt, die dem Konzept einer Parallelwährung entgegenstehen.

Gravierender für die Beurteilung des britischen Vorschlags ist, daß er keineswegs konsequent sein ordnungspolitisches Credo einhält, daß die Hard-ECU sich über Marktprozesse durchsetzen soll. In dem Maße, wie er davon abrückt, wird auch die stabilitätsorientierte Zielsetzung relativiert. Hinzu treten bewußte oder unbewußte Fehler in der geldtheoretischen Argumentation.

Die Hard-ECU behält einen geborgten Wert. Ihre Wertentwicklung ist stabilitätsorientierter als die der Korb-ECU. Dennoch reicht sie nicht aus, um eine weiterhin stabile D-Mark als monetären Anker über den Markt abzulösen. Die Hard-ECU ist bestenfalls eine „D-Mark in disguise"[25]. Die Ablösung der D-Mark in dieser Rolle ist für viele ein wichtiges kurz- oder langfristiges Ziel.

Problematisch am Konzept der Parallelwährung ist, daß es nur funktioniert, wenn die wirtschaftliche Konvergenz nicht erreicht wird. Der geplante Beitrag zur wirtschaftlichen Konvergenz über die Hard-ECU und den EMF ist nicht sicher, viele Facetten und Mängel sind eher Argumente für das Gegenteil. Besondere Aufmerksamkeit sollte den technischen Details und der Konstruktion des EMF gewidmet werden.

Der EMF ist keine neutrale Institution. Die vorgeschlagenen geld- und währungspolitischen Aktivitäten rücken ihn in die Nähe einer 13. Zentralbank. In seiner bisher absehbaren Ausgestaltung verlangt er ein Verfahren nach Art. 102a und 236 EWG-Vertrag. Die ordnungspolitische Problematik des EMF ist an den beiden Optionen für ein Statut abzulesen. Beide Optionen führen zu einem weisungsgebundenen EMF.

Aus deutscher Sicht können die Hard-ECU und der EMF als ein Instrumentarium beurteilt werden, mit dem indirekt ein größerer Einfluß auf die deutsche Geldpolitik erreicht werden kann. Gezielt wird auf die Funktion der D-Mark als monetärer Anker und auf die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank, ohne daß die Alternativen ein vergleichbares Stabilitätsniveau anbieten.

Frankreichs Interesse könnte in der Schaffung des EMF liegen, wenn so frühzeitig eine Institution errichtet würde, die den Art. 102a ausklammert. Es wäre der Einstieg in ein nicht zu stabilitätsstrenges System. Auf der anderen Seite ist kaum anzunehmen, daß Frankreich bereit wäre, das im britischen Vorschlag enthaltene Recht des EMF, den Rückkauf nationaler Währungen zu verlangen, akzeptiert. Dies ist – entgegen der politischen Prämisse im Plan – ein so massiver Eingriff in die nationale Geldpolitik, daß auch Großbritannien die Konsequenzen aus den eigenen Vorstellungen heraus ablehnen müßte. Aber selbst das Argument, damit würde das Subsidiaritätsprinzip aufgehoben, zielte am eigentlichen Problem vorbei. In dieser Form wäre der EMF die 13. und eine europäische Zentralbank, so daß das Prinzip der Unteilbarkeit der Geldpolitik gravierend verletzt würde.

Im Sinne einer vorsichtigen Strategie, die mehr wirtschaftliche Konvergenz anstrebt, wäre es für die deutsche Position sinnvoll, die nationale Stabilitätspolitik weiter zu verfolgen und gegen jede Aushöhlung dieser Politik und ihrer Institutionen entschiedenen Widerstand zu leisten. Ein Mittel dieses Weges könnte die Forderung einer Härtung der Korb-ECU sein, um ihre schleichende Erosion durch das wachsende Gewicht der stärker inflationierenden Länder umzukehren. Auf jeden Fall sollten alle institutioneilen Vorschläge kritisch im Sinne des Art. 102a EWG-Vertrag geprüft werden.

[24] Vgl. R. Leigh-Pemberton: World Economy and Europe – 1991, a.a.O., S. 8.

[25] Vgl. M. Russo: Cooperation and Coordination in the EMS: The System at a Crossroad, in: C. Dräger, L. Späth (Hrsg.): Internationales Währungssystem und weltwirtschaftliche Entwicklung, Baden-Baden 1988.