

Krüger, Malte

**Article — Digitized Version**

## Was dem EWS geschehen ist

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Krüger, Malte (1992) : Was dem EWS geschehen ist, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 10, pp. 516-519

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136932>

**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.*

Malte Krüger

## Was dem EWS geschehen ist

*Die jüngsten Turbulenzen im EWS, die zu einem zumindest zeitweisen Austritt Großbritanniens und Italiens führten, wurden von gegenseitigen Schuldzuweisungen begleitet. Worauf ist die Krise zurückzuführen? Wie steht es um die Zukunft des EWS?*

Es wird viel vom Versagen der Goldwährung gesprochen, besonders in England, wo zum Erstaunen jedes fremden Beobachters in den weitesten Kreisen das Aufgeben der Goldwährung als Befreiung von einem peinlichen Zwang begrüßt wurde.<sup>1</sup> Mit diesen Worten beginnt Hayeks Analyse des Zusammenbruchs der Goldwährung im Gefolge der Weltwirtschaftskrise. Ersetzt man den Ausdruck „Goldwährung“ durch den Ausdruck „Europäisches Währungssystem“, dann könnte dieser Ausspruch auch am Anfang einer Analyse der jüngsten Turbulenzen im EWS stehen. Allerdings gilt für damals und heute, daß wohl kaum „jeder“ erstaunt über die britische Haltung ist. Viele Briten fühlen sich von dem Joch befreit, ihre Geldpolitik den Erfordernissen des EWS unterordnen zu müssen. Der Zwang, einen restriktiven Kurs in der Geldpolitik fahren zu müssen, obwohl sich Großbritannien in einer schweren Rezession befindet, hatte die Stimmen der Kritiker – allen voran Alan Walters, ehemaliger Wirtschaftsberater von Margaret Thatcher – immer lauter werden lassen.

Neben einer grundsätzlichen Kritik an der Teilnahme Großbritanniens am EWS wurde, wie auch in anderen Ländern, vor allem die Politik der Bundesbank kritisiert. Die Bundesbank würde mit ihrer einseitig an binnenwirtschaftlichen Zielen orientierten Hochzinspolitik den anderen EWS-Teilnehmern eine zu große Last auferlegen. Anderen Ländern sei dadurch ein geldpolitischer Kurs aufgezwungen worden, der angesichts ihrer konjunkturellen Lage für sie unzumutbar gewesen sei. Darüber hinaus hätten Direktoren der Bundesbank, als sich in den Tagen vor dem französischen Referendum die Währungs-krise zuspitzte, eine Abwertung des Pfundes quasi herbeigeredet. Ist aber die Bundesbank tatsächlich schuld an der Krise im EWS?

Bei der Antwort auf die Frage, warum die D-Mark so stark ist, verweisen fast alle auf die Bundesbank. Der von

Ihr seit der Wiedervereinigung gesteuerte Kurs wird für die Stärke der D-Mark verantwortlich gemacht. Nach der Einführung der D-Mark in der ehemaligen DDR verzeichnete die Bundesrepublik einen expansiven monetären Impuls, da die Zuteilung an Zentralbankgeld für die Bürger in Ostdeutschland zu reichlich war<sup>2</sup>. Die Folge war ein Anstieg der Inflation und eine Phase, in der die D-Mark im EWS – aber auch gegenüber dem US-Dollar – zur Schwäche neigte. Die Zunahme der Inflation in der Bundesrepublik rief vereinzelt Kritik im Ausland hervor und es gab auch schon Stimmen, die eine Ablösung der D-Mark als Ankerwährung im EWS durch den französischen Franc für möglich hielten<sup>3</sup>. Die Vorstellung, eine andere Währung könnte auf absehbare Zeit die Position der D-Mark einnehmen, scheint aus heutiger Sicht geradezu grotesk.

Seit der Wiedervereinigung ist die Bundesbank bemüht, die Inflationsrate zu senken. Um dieses zu erreichen hat sie sukzessive die Zinsen erhöht. Allerdings lohnt es sich, diesen Prozeß näher zu betrachten, da sich die Frage stellt, warum die Zinsen in der Bundesrepublik so stark gestiegen sind. Kann man hierfür allein oder auch nur primär die Bundesbank verantwortlich machen?

Verschiedene Indizien lassen es zweifelhaft erscheinen, daß die Bundesbank tatsächlich für das hohe Zinsniveau verantwortlich ist. Zunächst einmal fällt auf, daß die Bundesbank mit vielen Zinsanhebungen dem Markt hinterhergelaufen ist. Sowohl Ende 1989 als auch Anfang 1991 sah sich die Bundesbank angesichts steigender Geldmarktzinsen gezwungen, den Diskont- und Lombardsatz zu erhöhen. Zu Beginn des Jahres 1991 hatte

<sup>1</sup> Friedrich A. v. Hayek: Was der Goldwährung geschehen ist. Ein Bericht aus dem Jahre 1932 mit zwei Ergänzungen, Walter Eucken Institut, Vorträge und Aufsätze 12, Tübingen 1965 (1932), S. 7.

<sup>2</sup> Dabei liegt die Betonung auf „Zentralbankgeld“. Oftmals wird behauptet, der Umtauschkurs für die Ersparnisse sei zu hoch gewesen. Es hätte bei dem Umtausch aber genügend Spielraum gegeben, die Sparguthaben oder auch einen Teil des Bargeldes in weniger liquide Anlageformen umzutauschen – etwa festverzinsliche Wertpapiere mit längerer Laufzeit.

<sup>3</sup> Es stellt sich die Frage, was aus jenen Kritikern geworden ist, die vor nicht allzu langer Zeit der Bundesbank die hohe deutsche Inflationsrate vorgehalten haben. Sollte ihre Kritik ernst gemeint gewesen sein, dann hätten sie doch eigentlich den Kurs der Bundesbank nach der wirtschaftlichen Vereinigung Deutschlands begrüßen müssen.

*Malte Krüger, 31, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Wirtschaftspolitischen Seminar der Universität zu Köln.*

der Diskontsatz „zunehmend den Bezug zu den Geldmarktzinsen verloren“<sup>4</sup>. Dieser Umstand spricht eher für eine ungewöhnlich hohe Kreditnachfrage als für eine zu restriktive Geldpolitik. Weiterhin ist auffällig, daß die langfristigen Zinsen vergleichsweise hoch blieben. Treibt die Zentralbank mit einer extrem restriktiven Geldpolitik die Zinssätze am kurzen Ende nach oben, dann ist zu erwarten, daß die Zinssätze am langen Ende sinken, da die Marktteilnehmer mit einer sinkenden Inflationsrate rechnen. Dies war auch um die Jahreswende 1991/92 der Fall. Jedoch versteifte sich die Lage am Kapitalmarkt schon bald wieder. Die langfristigen Zinssätze blieben weiterhin hoch. Dies ist ein Indiz dafür, daß die Anleger keineswegs der Auffassung sind, daß die Geldpolitik der Bundesbank zu restriktiv ist. Man scheint vielmehr daran zu zweifeln, daß die jetzige Geldpolitik geeignet ist, die Inflation wirksam zu bekämpfen<sup>5</sup>. So gesehen ist nicht eine zu restriktive, sondern eine zu expansive Geldpolitik Schuld an den hohen langfristigen Zinsen.

#### Ursachen der hohen Zinsen

Dies hieße aber, der Geldpolitik mehr Verantwortung aufzubürden, als sich rechtfertigen läßt. Wenn es auch immer wieder so dargestellt wird: es ist ja keineswegs richtig, daß die Zentralbank „den Zins macht“<sup>6</sup>. Sie hat zwar einen maßgeblichen Einfluß auf den kurzfristigen Zinssatz, nicht jedoch auf den langfristigen. Auf den langfristigen Zins kann sie nur indirekt einwirken, indem sie die Inflationserwartungen beeinflusst<sup>7</sup>. Dies wird am Beispiel der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik sehr deutlich. Die Fed hat es geschafft, den kurzfristigen Zinssatz in den Vereinigten Staaten erheblich zu senken, während sich der langfristige Zinssatz kaum bewegte. Im Gegenteil, nach der Diskontsatzsenkung im Dezember 1991 stiegen die langfristigen Zinssätze sogar wieder, während sie in der Bundesrepublik nach der fast gleichzeitigen Diskontsatzanhebung weiter sanken<sup>8</sup>.

<sup>4</sup> Heidemarie C. Sherman: Geldpolitik und Kapitalmarkt im Zeichen der Wiedervereinigung, IFO Wirtschaftskonjunktur 2/91, S. R1-R4, hier S. R3.

<sup>5</sup> Die leicht inverse Zinsstruktur weist allerdings auf die Erwartung geringfügig sinkender Zinsen hin.

<sup>6</sup> Nicht nur in einer Vielzahl von Zeitungsartikeln, sondern auch in wissenschaftlichen Aufsätzen findet sich diese Ansicht. Als Beispiel sei auf den berühmten Overshooting-Artikel von Dornbusch verwiesen, in dem der Einfluß der Erwartungen auf den Zinssatz völlig vernachlässigt wird. Vgl. Rüdiger Dornbusch: Expectations and exchange rate dynamics, in: Journal of Political Economy 84, S. 1161-1176.

<sup>7</sup> Hierauf haben in der jüngsten Diskussion nicht nur Vertreter der Bundesbank hingewiesen. Vgl. z. B. Peter Gillies: Warum höhere Leitzinsen niedrigere Kapitalmarktzinsen bewirken, in: Welt am Sonntag vom 9. 2. 1992; und Reinhard Fürstenberg, Joachim Scheide: Mit Stabilität zu niedrigeren Zinsen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 9. 5. 1992.

<sup>8</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, Juni 1992, S. 16 f.

Wenn aber nicht die Geldpolitik verantwortlich für die hohen Zinssätze ist, wer dann? Diese Frage läßt sich mit einem Blick auf die deutsche Finanzpolitik seit der Wiedervereinigung beantworten<sup>9</sup>. Mit der Aufnahme von Transferzahlungen an die neuen Bundesländer stieg das Defizit der öffentlichen Haushalte sprunghaft an. Die massive Kreditaufnahme des Bundes bewirkte einen Anstieg der Zinssätze auf dem Kapitalmarkt. Daher floß vermehrt ausländisches Kapital nach Deutschland, während sich der deutsche Kapitalexport reduzierte. In kürzester Zeit wurde die Bundesrepublik, die traditionell Kapital (netto) exportierte, zum Netto-Kapitalimporteur. Dadurch übertrug sich die Zinssteigerung auch auf das Ausland. Die Zentralbanken der europäischen Partnerländer sahen sich gezwungen, ihre Leitzinsen anzuheben.

Eine so umfangreiche Umlenkung von Kapitalströmen bedeutet gleichzeitig eine erhebliche Umlenkung der Güterströme. Eine Anpassung der Güterströme an die Kapitalströme erfordert aber in der Regel eine Veränderung des realen Wechselkurses. Es ist damit zu rechnen, daß das Land, das vermehrt Kapital attrahiert, real aufwertet. Dies ist auch geschehen. Die D-Mark gewann sowohl innerhalb des EWS als auch gegenüber dem US-Dollar an Stärke. Da die Wechselkursänderungen innerhalb der Bandbreiten des EWS nicht ausreichten, konnte eine weitergehende reale Aufwertung nur über eine relativ höhere Inflationsrate in der Bundesrepublik vonstatten gehen. Hierdurch verstärkte sich im Gegenzug der Druck auf die übrigen EWS-Mitglieder, die Inflation noch weiter zurückzuführen als dies bis dahin geschehen war<sup>10</sup>.

Mittlerweile haben sich auch die Hoffnungen, daß die zusätzlichen Belastungen des Bundeshaushaltes zumindest zum Teil durch Einsparungen an anderer Stelle kompensiert werden könnten, als unrealistisch erwiesen. Auch dies mag dazu beigetragen haben, daß die langfristigen Zinsen relativ hoch blieben. Weiterhin dürften auch die vielen Programme zur Investitionsförderung im Osten, die zum Teil mit erheblichen Zinssubventionen verbunden sind, die private Kapitalnachfrage gestützt haben, die trotz hoher Zinsen nicht nennenswert zurückgegangen ist. Die Bedeutung der hohen Haushaltsdefizite der öffentlichen Hand und der Zinssubventionen wird jedoch oft übersehen, und so kommt es, daß die Bundes-

<sup>9</sup> Eine Darstellung der Finanzpolitik nach der Wiedervereinigung und eine Analyse der Auswirkungen auf die deutsche Zahlungsbilanz und den Wechselkurs der D-Mark findet sich in Barbara Dluhosch, Andreas Freytag, Malte Krüger: Leistungsbilanzsalden und internationale Wettbewerbsfähigkeit, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik 89, Institut für Wirtschaftspolitik, Köln 1992; sowie in Barbara Dluhosch: Privatisierung in den neuen Bundesländern: Reaktionen der Kapital- und Gütermärkte, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 71. Jg. (1991), H. 8, S. 416-422.

<sup>10</sup> Zu den zahlungsbilanztheoretischen Grundlagen vgl. u. a. B. Dluhosch, A. Freytag, M. Krüger, a. a. O.; und B. Dluhosch, a. a. O.

bank auf der Anklagebank sitzt, während die Bundesregierung sozusagen als „getreuer Eckart“ die Bundesbank verteidigt, obwohl eigentlich sie auf die Anklagebank gehört<sup>11</sup>. Es war die Finanzpolitik der Bundesregierung, die zu einer Umlenkung der Kapitalströme geführt und eine reale Aufwertung der D-Mark notwendig gemacht hat. Die Bereitschaft der anderen Länder, ihre Inflationsraten noch weiter zu reduzieren, ist allerdings nicht besonders groß, was angesichts der konjunkturellen Lage auch nicht ganz unverständlich ist. Doch zeigt gerade das Beispiel Großbritanniens, daß ein inflationärer Zwischenspur unerwartet schmerzhaft Anpassungsprobleme nach sich ziehen kann.

### Die Schwäche des Pfundes

Bei der Analyse der gegenwärtigen EWS-Turbulenzen gilt es ja nicht nur die Stärke der D-Mark zu erklären, sondern auch die Schwäche des Pfundes<sup>12</sup>. Niemand in Großbritannien scheint sich die Frage vorzulegen, warum denn ausgerechnet das Pfund in eine so schwierige Lage gekommen ist. Warum geriet nicht z. B. der französische Franc stärker unter Druck? Auch der Franc wurde das Ziel spekulativer Attacken. Anders als beim Pfund konnte es hier jedoch mit Hilfe von Interventionen gelingen, den Franc zu stützen. Damit honorierten die Märkte den überzeugenden Anti-Inflationskurs, den die französische Regierung in den letzten Jahren verfolgt hat. John Major und sein Finanzminister mußten jedoch erfahren, daß es mehr braucht als Anti-Inflationsparolen und Nicht-Abwertungsschwüre, um das Vertrauen der Märkte zu gewinnen. Sie müssen jetzt den Preis dafür zahlen, daß Großbritannien nach einem schmerzhaften Desinflationsprozeß zu Anfang der achtziger Jahre doch wieder auf einen inflationären Pfad umschwenkte, ein Vorgang, den auch der damalige Finanzminister Major mitzuverantworten hat. Zwar gelang es, die britischen Zinssätze nahe an die deutschen heranzuführen, doch das Mißtrauen der Märkte erwachte schon bald aufs neue. Hierzu mag auch die Hast, mit der die Leitzinsen nach dem Wahlsieg der Konservativen gesenkt wurden, beigetragen haben.

Die Situation für das Pfund war aber keineswegs aussichtslos. Die britische Regierung hätte nur rechtzeitig deutlich machen müssen, daß sie jederzeit bereit ist, zur Verteidigung des Pfundes die Zinsen anzuheben. Dies

wäre angesichts der konjunkturellen Lage Großbritanniens sicherlich eine bittere Entscheidung gewesen. Aber auf diese Weise hätten die Märkte von der Dauerhaftigkeit der geltenden Leitkurse überzeugt werden können. Ein so gestärktes Vertrauen, daß das Pfund nicht abgewertet werde, hätte zu einer niedrigeren Risikoprämie auf Pfundanlagen und damit zu sinkenden Zinsen geführt. Da dieser Schritt vermieden werden sollte, geriet das Pfund immer mehr unter Druck, und es hätte äußerst drastischer Schritte bedurft, um die bestehende Parität zu verteidigen. Schweden hat vorgeführt, wie sich spekulative Angriffe auf eine Währung abwehren lassen, wenn man auch vor drastischen Maßnahmen nicht zurückschreckt. Es bleibt abzuwarten, wer auf mittlere Sicht niedrigere Realzinsen haben wird, Großbritannien, das sich scheute, eine beschlossene Zinserhöhung auf 15% in Kraft zu setzen, oder Schweden, das selbst vor einer Zinserhöhung auf 500% nicht haltmachte<sup>13</sup>.

### Der Ausbruch der Krise

So kamen viele Dinge im Spätsommer dieses Jahres zusammen: die Unsicherheit über den weiteren Weg Europas angesichts des ungewissen Ausgangs des französischen Referendums, eine starke D-Mark, die die anderen Länder zu einer restriktiven Geldpolitik zwang, und eine Reihe von Währungen, die als „reif“ für eine Abwertung angesehen wurden. Die Spannungen innerhalb des EWS nahmen zu, als die Bundesbank angesichts der weiterhin boomenden Geldmenge am 16. Juli 1992 die Leitzinsen erhöhte. Es ist fraglich, ob sich dieser Schritt hätte vermeiden lassen. Schließlich hätte sich eine Lockerung der Geldpolitik auch zum Schaden der anderen EWS-Teilnehmer ausgewirkt, denn dies hätte bedeutet, daß ein kostspieliger Desinflationsprozeß zu einem späteren Zeitpunkt auf sie zugekommen wäre. Auch ist fraglich, ob eine Senkung des Diskontsatzes tatsächlich zu einer Senkung der Kapitalmarktzinsen geführt hätte. Es war ja nicht nur der Bundesbank bekannt, daß sich die Geldmenge weit außerhalb des Zielkorridors befand. Hätte die Bundesbank Zweifel an ihrem Anti-Inflationskurs aufkommen lassen, dann hätte die Gefahr bestanden, daß es am Kapitalmarkt sogar zu einer Zinssteigerung kommt<sup>14</sup>. Kurzfristig hätte eine Beibehaltung oder gar eine Senkung der Leitzinsen sicherlich belebende Wirkung gehabt. Dies hätte aber einen hohen Preis in der Zukunft gekostet. Die Anhebung der Zinsen war also durch-

<sup>11</sup> Ähnlich sieht es auch der „Economist“: „Since it raised its discount rate in December, to its highest since the second world war, Bundesbank-bashing has become the rage. A bashing is richly deserved – but it is the German government and Germany’s trade unions that should be bashed, not the central bank.“ (The bank they love to hate, in: The Economist vom 18. 1. 1992). Kritisch zur Finanzpolitik äußert sich auch der IWF. Vgl. o. V.: Der IWF-Chef geht mit den Industrieländern hart ins Gericht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23. 9. 1992.

<sup>12</sup> Da die Probleme der Lira wohl offensichtlich sind und auch nicht damit zu rechnen war, daß Italien eine Abwertung würde vermeiden können, soll die Lira-Abwertung hier nicht näher betrachtet werden.

<sup>13</sup> Von seiten der niederländischen Zentralbank wurde noch vor kurzem auf die niederländischen Erfahrungen verwiesen. Die Niederlande mußten 1983 erleben, daß ihre Zinsen nach der Abwertung nicht sanken, sondern stiegen. Siehe David Marsh: Present pain for future gain, in: Financial Times vom 25. 8. 1992.

<sup>14</sup> Noch einmal sei auf das Beispiel der amerikanischen und der deutschen Kapitalmarktzinsen nach den Diskontsatzänderungen im letzten Winter verwiesen.

aus notwendig<sup>15</sup>. Sowohl die Kritik im Ausland an diesem Schritt als auch die Gefahr einer französischen Ablehnung der Maastrichter Verträge ließen jedoch die Möglichkeit eines Realignment nicht mehr ausschließen.

Angesichts dieser Unsicherheit kamen wohl immer mehr Marktteilnehmer zu der Ansicht, daß es zu riskant sei, bis zur französischen Abstimmung zu warten. Die Spekulation auf eine Abwertung des Pfundes und der Lira intensivierte sich. Damit gerieten aber nicht nur die Zentralbanken Großbritanniens und Italiens unter Druck, sondern auch die Bundesbank. Angesichts der „sehr kurzfristig“ unbegrenzten Interventionspflicht verlor sie die Fähigkeit zur Kontrolle der heimischen Geldmenge. Die Bundesbank saß in der „Wechselkursfalle“<sup>16</sup>. Um die monetäre Kontrolle zurückzugewinnen, brauchte sie ein Realignment. Die Zustimmung zu einem Realignment war von den anderen EWS-Teilnehmern aber nur um den Preis einer Zinssenkung zu erlangen.

### Die Zukunft des EWS

Was wird aus dem EWS? Es ist nicht auszuschließen, daß die D-Mark noch eine Weile stark bleiben wird. Die Auswirkungen des verstärkten Kapitalimports werden aber im Zeitverlauf nachlassen<sup>17</sup>, so daß sich der Druck auf das EWS, der gegenwärtig von der starken D-Mark ausgeht, reduzieren wird. Diese – von vielen sicherlich erwünschte – Wirkung könnte durch Maßnahmen der Finanzpolitik unterstützt werden. Nicht nur mit Blick auf die binnenwirtschaftliche Situation, sondern auch mit Blick auf die Partnerländer ist daher Sparen das Gebot der Stunde für die Bundesregierung.

Wie aber sieht es mit den Partnerländern aus? Trotz der immer wieder vorgebrachten Zustimmung zu einer unabhängigen Zentralbank und einer Geldpolitik, die auf das Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet ist, bleiben Zweifel bestehen. Die Krise des EWS hat zumindest gezeigt, daß die Märkte noch lange nicht überzeugt sind. Und die harsche Kritik an der Bundesbank hat die Marktteilnehmer in diesen Zweifeln sicherlich bestätigt. In der Tat fragt sich, ob die Bekenntnisse führender Politiker zur

Preisniveaustabilität genug sind. Glaubwürdiger wären diese Bekenntnisse, wenn die anderen Länder ihre Zentralbanken unabhängig von politischen Weisungen machen würden<sup>18</sup>. Dies soll zwar vor dem Übergang zu einer einheitlichen europäischen Währung geschehen, aber es fragt sich, warum die Regierungen nicht längst Schritte in diese Richtung unternommen haben. Sind sie tatsächlich vom Segen einer unabhängigen Zentralbank überzeugt? Und schließlich bedarf es nicht nur der Zustimmung der Regierung zu einer stabilen Geldpolitik, sondern auch einer breiten Zustimmung in der Bevölkerung. Davon scheinen einige Länder noch weit entfernt zu sein.

Es gibt auch Stimmen, die meinen, wenn wir schon eine einheitliche europäische Währung gehabt hätten, dann hätte es keine Währungskrise geben können<sup>19</sup>. Dies mag sein. Wie aber sähe es dann heute in Europa aus? Das Pendant zu einer starken D-Mark in einem Festkursystem ist in einem einheitlichen Währungsgebiet ein Geldzufluß in die Bundesrepublik. Auch dies hätte die anderen Volkswirtschaften unter Druck gesetzt. Die Zinsen wären gestiegen, und der Ruf nach einer Lockerung der geldpolitischen Zügel wäre laut geworden. Gäbe die europäische Zentralbank dem (sicherlich erheblichen) Druck nicht nach, dann käme es vor allem in den Gebieten mit noch bestehender Inflationsmentalität zu Arbeitslosigkeit und zu erheblichen Ressentiments gegen die EG<sup>20</sup>. Die EG-Zentralbank würde zum Prügelnaben für zum Teil hausgemachte Probleme. Hier fragt sich, ob es nicht besser ist, wenn jedes Land den schmerzhaften Desinflationsprozeß allein, d. h. als selbständiges EWS-Mitglied oder außerhalb des EWS durchsteht<sup>21</sup>. Wenn aber am Anfang eines einheitlichen Währungsraumes ein schmerzhafter Anpassungsprozeß steht, dann könnte sich die einheitliche Währung nicht als Integrationsmotor, sondern als Antriebswelle für die durchaus vorhandenen zentrifugalen Kräfte erweisen.

<sup>18</sup> Die Entlassung der Zentralbank in die Unabhängigkeit hätte auch den Versicherungen von Premierminister Major, daß die Inflationsbekämpfung das oberste Ziel sei und daß das Pfund auf keinen Fall abgewertet werde, mehr Glaubwürdigkeit verliehen. Ein entsprechender Schritt wurde ihm im August vom „Economist“ nahegelegt. Siehe o. V.: Wide of the mark, in: The Economist vom 8. 8. 1992.

<sup>19</sup> O. V.: Mayhem, in: The Economist vom 19. 9. 1992, S. 15.

<sup>20</sup> Der Versuch, diese Probleme mit Hilfe von Transfers zu lösen (an sich schon ein bedenkliches Unterfangen), würde nur den Unwillen in der Bevölkerung der Geberländer steigern. Das Beispiel der deutschen Transfers sollte in diesem Zusammenhang zu denken geben.

<sup>21</sup> Daher dürfte die Äußerung von O. Sievert aus dem Jahre 1986 – zumindest, wenn die Währungsunion nicht auf einen kleinen Kreis beschränkt bleibt – auch heute noch Gültigkeit besitzen: „Die Vorstellung, eine europäische Zentralbank (oder eine ihr ähnliche Einrichtung) könne eine stabile Währung unter die Leute bringen, ist nicht mehr als eine Schimäre, solange die beteiligten Länder nicht je für sich gezeigt haben, daß sie für eine wirklich stabile Währung einstehen wollen und können.“ Siehe Olaf Sievert: Gibt es eine Alternative zu flexiblen Wechselkursen?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 66. Jg. (1986), H. 7, S. 344.

<sup>15</sup> Zu diesem Ergebnis kommt auch F. Reither. Vgl. Franco Reither: Geldpolitik auf dem Irrweg?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 7, S. 390 f.

<sup>16</sup> Bofinger weist zwar zu Recht darauf hin, daß die Zentralbanken der schwachen Währungen verpflichtet sind, die für die Interventionen erhaltenen Mittel 2 ½ Monate nach dem Ende des Monats, in dem die Interventionen erfolgten, zurückzuzahlen. Insofern könne es den anderen Zentralbanken nicht gelingen, „die deutsche Geldpolitik von ihrem mittelfristigen Zielpfad abzubringen“. Vgl. Peter Bofinger: Festkursysteme und geldpolitische Koordination, Baden-Baden 1991, S. 348 ff. Doch wäre die deutsche Geldpolitik kurzfristig in erhebliche Turbulenzen geraten.

<sup>17</sup> Vgl. B. Duhosch, A. Freytag, M. Krüger, a.a.O.; oder Johannes Hoffmann, Stefan Homburg: Explaining the rise and decline of the dollar, in: Kyklos 43, S. 53-68.