

Köhler, Claus; Berthold, Norbert; Bofinger, Peter; Smeets, Heinz-Dieter

Article — Digitized Version

Die Krise des EWS und die Europäische Währungsunion

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Köhler, Claus; Berthold, Norbert; Bofinger, Peter; Smeets, Heinz-Dieter (1993) : Die Krise des EWS und die Europäische Währungsunion, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 73, Iss. 9, pp. 447-460

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/137042>

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.

Die Krise des EWS und die Europäische Währungsunion

Durch die jüngsten EWS-Beschlüsse zur Ausweitung der Bandbreiten ist das Europäische Währungssystem in einem wesentlichen Bereich weitgehend außer Kraft gesetzt. Wie kam es zur Krise des EWS? Welche Folgen ergeben sich für die geplante Europäische Wirtschafts- und Währungsunion? Claus Köhler, Norbert Berthold, Peter Bofinger und Heinz-Dieter Smeets nehmen Stellung.

Claus Köhler

Gefahr für die wirtschaftliche Freizügigkeit in Europa

Die Beschlüsse, die die EG-Finanzminister Anfang August 1993 gefaßt haben, sind technischer Natur. Die Bandbreiten, innerhalb derer die Wechselkurse im Europäischen Währungssystem schwanken dürfen, wurden von 2,25% auf 15% erweitert. Die Auswirkungen dieser Beschlüsse für den Integrationsprozeß sind sehr weitreichend. Es besteht die Gefahr, daß die gewonnene Freizügigkeit im europäischen Wirtschaftsverkehr darunter leidet.

Zu wenig wurde der Tatsache Rechnung getragen, daß zwischen dem Grad an Freizügigkeit im Wirtschaftsverkehr und der Notwendigkeit einer gemeinsamen Wirtschaftspolitik ein enger Zusammenhang besteht. Bei völliger Freizügigkeit im Wirtschaftsverkehr zwischen nationalen Volkswirtschaften ist eine nationale Geld- und Finanzpolitik nicht mehr möglich. In Deutschland z.B. könnte wegen der völlig ungehinderten wirtschaftlichen Beteiligungsmöglichkeiten zwischen den Bundesländern – selbst wenn das

rechtlich möglich wäre – keine Landeszentralbank eine eigene Geld- und Kreditpolitik betreiben. Eine derartige eigenständige Geldpolitik würde Geldströme in Gang setzen, die einen solchen Versuch scheitern lassen würden.

Hoher Grad an Freizügigkeit

In der Europäischen Gemeinschaft wurde in einem langwierigen Prozeß, der sich über 36 Jahre hinzog, ein Grad an Freizügigkeit im Wirtschaftsverkehr erreicht, der binnenwirtschaftlichen Verhältnissen rechtlich nahe kommt. Mit Beginn dieses Jahres wurden die „vier Freiheiten“, ein unbeschränkter Waren-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehr, weitgehend verwirklicht. Der Europäische Binnenmarkt ist errichtet worden.

Je weiter der Prozeß der Freizügigkeit vorankam, um so mehr spürte man, daß es der nationalen Wirtschaftspolitik immer schwerer fiel, ihre binnenwirtschaftlichen Ziele mit dem eigenen Instrumentarium zu er-

reichen. Im monetären Bereich entwickelten sich auch außerhalb nationaler Grenzen Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte, auf denen eine eigenständige Geld- und Kreditschöpfung stattfindet, ohne daß es dazu liquider Mittel der nationalen Zentralbanken bedarf. Wirtschaftliche Aktivitäten im Inland werden einmal mehr, einmal weniger über solche Märkte im Ausland finanziert. Im Inland führt das zu Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Veränderungen der Geldmenge spiegeln dann nur noch unzureichend wirtschaftliche Veränderungen und geldpolitisches Handeln wider.

Die Kapitalmarktzinsen folgen häufig nicht mehr der Zinspolitik der Zentralbank am Geldmarkt. Erhöht eine Zentralbank ihre Zinsen oder hält sie an hohen Zinsen fest, um Preisniveaustabilität zu sichern, dann sehen die Märkte darin ein Zeichen der Stärke der entsprechenden Währung. Kapital fließt in das Inland und wird am Rentenmarkt in heimischer Währung angelegt. Während

die Geldmarktzinsen steigen oder unverändert bleiben, sinken die Zinsen am Rentenmarkt. Es entsteht eine inverse Zinsstruktur.

Schließlich werden nationale Zentralbanken bei weitgehender Freizügigkeit im internationalen Wirtschaftsverkehr zu geldpolitischen Eingriffen veranlaßt, die allein aus nationaler Sicht nur schwer zu erklären sind. Wenn man, wie die Deutsche Bundesbank, die Preissteigerungsrate zurückführen und die Geldmenge im Zielkorridor halten will, dann passen wiederholte Zinssenkungen nicht in das Konzept, denn die Preissteigerungsrate beträgt in Deutschland das Doppelte der normativen Preissteigerungsrate und das Geldmengenwachstum übersteigt den Zielkorridor. Auch die Finanzpolitik ist bei wirtschaftlicher Freizügigkeit in ihrem finanzpolitischen Mitteleinsatz beschränkt. Die umfangreichen Kapitalbewegungen aus Deutschland insbesondere nach Luxemburg als Folge der Einführung einer Zinsertragssteuer beleuchten das.

Stärkung der nationalen Wirtschaftspolitik

Einen so unbefriedigenden Zustand wirtschaftspolitischer Handlungsmöglichkeiten können die nationalen wirtschaftspolitischen Instanzen hinnehmen, wenn er nur auf eine relativ kurze Übergangsperiode beschränkt ist. Vor den Maßnahmen Anfang August schien das so. Man konnte mit einer einheitlichen Geld- und Kreditpolitik spätestens ab 1999 rechnen. Wenn in der Einschätzung der Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaft dieses Datum weiter in die Zukunft geschoben wird, dann werden mehrere von ihnen nicht mehr bereit sein, die Hemmungen, die ihnen heute in ihrer nationalen Wirtschaftspolitik auferlegt sind, weiter hinzunehmen. Stärkung der nationalen Wirtschaftspolitik aber bedeutet Verringerung des Grades

an Freizügigkeit im Wirtschaftsverkehr.

Es gibt Kommentatoren der getroffenen Maßnahmen, die der Meinung sind, die augenblickliche Befreiung der Zentralbanken von ihrer Pflicht, an den Devisenmärkten zu intervenieren, gäbe den nationalen Zentralbanken mehr geld- und kreditpolitischen Spielraum. Diese Auffassung verkennt ebenfalls, daß nicht Wechselkurstechniken, schwankende oder feste Wechselkurse, über den wirtschaftspolitischen Spielraum einer Volkswirtschaft entscheiden, sondern allein der Grad an Freizügigkeit im internationalen Wirtschaftsverkehr. So ist man erstaunt, daß einige Länder, die niedrige Zinsen wünschen, nunmehr

nur sehr zögerlich ihre Geldmarktsätze zurückführen. Aber diese Länder sind nach wie vor „unfrei“. Senken sie die Zinsen, dann riskieren sie eine Abwertung ihrer Währung. Das bedeutet einen Preisschub. Die Anstrengungen der vergangenen Jahre, in denen die meisten EG-Länder ihre Preissteigerungsraten deutlich zurückgeführt haben, wären umsonst. Das wäre ein Ergebnis, das man nicht wünschen sollte. Ebenso verwerflich ist, wenn ein Land bewußt eine solche Abwertung in Kauf nimmt oder sogar anstrebt, um Wettbewerbsvorteile im internationalen Wettbewerb zu erhalten.

Wenn ein hoher Grad an wirtschaftlicher Freizügigkeit in einem Wirtschaftsraum dazu führt, daß nationale Wirtschaftspolitik nur noch sehr schwer den nationalen Zielen gerecht werden kann, dann muß an die Stelle der nationalen Wirtschaftspolitik die einheitliche Wirtschaftspolitik des Integrationsraumes treten. Die wirtschaftliche Freizügigkeit in Europa ist für die einzelnen Volkswirtschaften unentbehrlich. Man kann sie nur erhalten, wenn die Vielfalt an Währungen und die damit verbundenen spekulativen Wellen durch eine Währung und damit durch eine einheitliche europäische Geld- und Kreditpolitik ersetzt werden.

Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion

Der Weg zu einer Wirtschafts- und Währungsunion ist zweigeteilt: Schaffung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Schaffung der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wurden in den vergangenen Jahrzehnten Schritt für Schritt vervollständigt. Sie fanden einen gewissen Abschluß mit der Errichtung des Europäischen Binnenmarktes zu Beginn dieses Jahres. Zu diesen Bedingungen gehören auch die Europäische Wettbewerbs-, Sozial-, Regional- und Strukturpolitik.

Die Autoren
unseres
Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Dr. h.c. Claus Köhler, 65, war Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, er lehrt Volkswirtschaftslehre an den Universitäten Hannover und Frankfurt.

Prof. Dr. Norbert Berthold, 41, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg.

Prof. Dr. Peter Bofinger, 38, ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Geld und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Würzburg.

Prof. Dr. Heinz-Dieter Smeets, 41, lehrt Volkswirtschaftslehre und leitet die Forschungsstelle für Europäische Wirtschaftsbeziehungen an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

Die Europäische Wettbewerbspolitik soll sicherstellen, daß innerhalb des Europäischen Binnenmarktes ausreichend Wettbewerb besteht. Die erreichte Freizügigkeit im Waren- und Dienstleistungsverkehr soll nicht durch wettbewerbsbeschränkende Maßnahmen der Unternehmen, also durch Kartelle und Monopole, behindert werden. Es wurde daher ein Kartellverbot und ein Verbot mißbräuchlicher Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung erlassen. Die Kommission führt ferner eine präventive Fusionskontrolle durch und überwacht die Beihilfen.

Die Europäische Sozialpolitik verfolgt das Ziel, die Lebens- und Arbeitsbedingungen der Arbeitskräfte zu verbessern sowie den sozialen Dialog zwischen den Sozialpartnern zu fördern. Die Kommission hat dazu, z.B. zur Verbesserung der Arbeitsumwelt, Mindestvorschriften erlassen.

Die Europäische Struktur- und Regionalpolitik dient dazu, Produktivitätsunterschiede zwischen den Ländern und Regionen zu verringern. Ziel ist es, die Lebensstandards anzugleichen. Um diese Aufgabe finanzieren zu können, steht der Strukturfonds, bestehend aus dem Fonds für regionale Entwicklung, dem Sozialfonds und dem Ausrichtungs- und Garantiefonds für die Landwirtschaft, zur Verfügung. Länder, deren Bruttoinlandsprodukt pro Kopf deutlich unter dem Durchschnitt der Gemeinschaft liegt, erhalten darüber hinaus Mittel aus einem Kohäsionsfonds.

Politische Rahmenbedingungen

Der jetzt erreichte Grad an Freizügigkeit verlangt nun den i-Punkt, die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen. Die wurden im Vertrag von Maastricht aufgezeichnet: wirtschaftspolitische Ziele, eine Europäische Zentralbank und Begren-

zungen des finanzpolitischen Handelns der Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft. Dazu gehören auch die politischen Rahmenbedingungen.

Wirtschaftspolitisch verpflichtet der Vertrag von Maastricht die Kommission und die Mitgliedsländer auf ein beständiges, nichtinflationäres und umweltverträgliches Wirtschaftswachstum, ein hohes Beschäftigungsniveau, gesunde öffentliche Finanzen und eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz. Die Europäische Zentralbank wird auf Preisniveaustabilität verpflichtet. Die Mitglieder des Direktoriums und des Zentralbankrates bestimmen unabhängig den geld- und kreditpolitischen Kurs sowie den liquiditäts- und zinspolitischen Mitteleinsatz. Das finanzpolitische Handeln der Mitgliedstaaten wird vor allem begrenzt durch eine Limitierung der Defizite auf 3% des Bruttoinlandsprodukts. Zu den Rahmenbedingungen gehören auch die Vereinbarungen über den Beginn einer Politischen Union. Sie geben dem Europäischen Parlament zusätzliche Rechte. Dieses hat die Kommission zu bestätigen, erhält ein Untersuchungs- und Petitionsrecht und wirkt bei der Gesetzgebung für den Binnenmarkt, den Verbraucherschutz, die Umwelt und das Verkehrswesen mit. Zur Politischen Union gehört ferner die EG-Bürgerschaft sowie das aktive und passive kommunale Wahlrecht und das Wahlrecht zum Europaparlament bei einem EG-Wohnsitz außerhalb des Heimatlandes.

Bedeutung der Wechselkurse

Den Wechselkursen kommt in diesem Konzept eine besondere Bedeutung zu. Unveränderbare feste Wechselkurse sind der Schlußstein bei der Errichtung der Wirtschafts- und Währungsunion. Völlige wirtschaftliche Freizügigkeit und unveränderbare feste Wechselkurse sind

identisch mit einer einheitlichen Währung. Man kann auf jeden Geldschein entsprechend den festgelegten Kursen die Gegenwerte in den Währungen der Partnerländer drucken. Die Noten sind dann in allen Mitgliedsländern unbeschränkt verwendbar. Ihr Umlauf und die Schaffung eines entsprechenden Buchgeldes müssen dann durch eine Europäische Zentralbank kontrolliert werden.

Die Schaffung der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen erfordert also, die Schwankungsbreiten von 2,25% bzw. bei einigen Ländern von 6% zu eliminieren. Mit den Beschlüssen der Finanzminister im August aber ist das Gegenteil geschehen. Für viele, auch für die Märkte, ist das ein Signal in die falsche Richtung. Unerwünschte Reaktionen könnten folgen, nämlich eine Beschränkung der Freizügigkeit, um die nationale Wirtschaftspolitik zu stärken. Das würde allen beteiligten Ländern und damit Europa Nachteile bringen.

Es kommt jetzt allein auf den Willen der Parlamente und Politiker an, welche Richtung die Entwicklung in Europa nehmen wird: mehr nationale Wirtschaftspolitik, indem man sich im internationalen Wirtschaftsverkehr abschottet, oder trotz allem Fortsetzung des Weges zu einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Diese Entscheidung wird nicht in allen Mitgliedsländern die gleiche sein. So sollten die Volkswirtschaften, die zu einer Wirtschafts- und Währungsunion bereit sind, auf dem Wege der Integration weitergehen. Das Beispiel, die wirtschaftliche Freizügigkeit zu wahren und wirtschaftspolitische Probleme gemeinsam zu lösen, wird wegen der damit verbundenen wirtschaftlichen Vorteile letztlich auch die Länder bei einer Wirtschafts- und Währungsunion mitmachen lassen, die heute zögern.

Norbert Berthold

Europäische Währungsordnung – Quo vadis?

Nach den orkanartigen Stürmen im Herbst letzten Jahres, bei denen in schwerer See zwar zwei Besatzungsmitglieder über Bord gespült wurden, das EWS aber die drohenden Klippen gerade noch einmal umschiffte, ist es nun nach einem heftigen Gewitter, das für einige Währungsmeteorologen aus heiterem Himmel kam, endgültig auf Grund gelaufen. Damit stellen sich aber eine Reihe von Fragen: Weshalb konnte es überhaupt zu dieser Havarie kommen? Lag es daran, daß das Schiff nur für Binnengewässer konstruiert war, oder waren die Kapitäne uneins über den richtigen Kurs? Vor allem die Eigner fragen sich nun, ob es sich lohnt, das Schiff wieder flott zu machen, oder aber, ob man es besser aufgeben und ein neues bauen sollte, das den wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Naturgewalten besser gewachsen ist.

Währungspolitische Grundzusammenhänge

Die Havarie des EWS ist eine günstige Gelegenheit, sich nach den Illusionen der vergangenen Jahre wieder auf einige währungspolitische Grundzusammenhänge zu besinnen. Die bisherigen Erfahrungen mit Systemen (quasi) fester nomineller Wechselkurse – Bretton-Woods und EWS – zeigen, daß fixierte nominelle Währungsrelationen, unabhängige nationale geldpolitische Aktivitäten und ein weitgehend unbehinderter Kapitalverkehr nicht miteinander kompatibel sind. Dieser Zielkonflikt schien bis zum Herbst letzten

Jahres für viele europäische Währungspolitiker aber ein für allemal gelöst: Mit dem Abbau der letzten Kapitalverkehrskontrollen im Jahre 1990 waren sich alle Beteiligten nicht nur bewußt, daß das EWS überhaupt nur halten kann, wenn man sich bei den monetären makropolitischen Aktivitäten weiterhin im Gleichschritt bewegt, man war auch bereit, den seit Mitte der 80er Jahre eingeschlagenen stabilitätspolitischen Kurs weiter zu verfolgen.

Dieser stabilitätspolitische Konsens in Europa zeigte sich vor allem darin, daß die Bundesrepublik im EWS zum „Stabilitätsanker“ wurde, an dem die anderen EWS-Länder ihre monetären makropolitischen Aktivitäten festmachten. Auf diese Weise borgten sie sich von der Deutschen Bundesbank die Glaubwürdigkeit, die es ihnen ermöglichen sollte, die Kosten der Bekämpfung der eigenen Inflation, gemessen am Anstieg der Arbeitslosigkeit, relativ gering zu halten. Die stabilitätspolitischen Interessen im EWS entwickelten sich aber im Zuge des asymmetrischen Schocks der deutschen Wiedervereinigung immer weiter auseinander.

Die Art, wie man in Deutschland diesen Schock wirtschaftspolitisch handhabte, stellte zusammen mit der sich deutlich verschlechternden wirtschaftlichen Entwicklung in den EG-Ländern den stabilitätspolitischen Konsens im EWS zunehmend in Frage. Ein Teil der Besatzung war mit dem Kurs, den der aus einem wettbe-

werblichen Prozeß hervorgegangene Kapitän einschlug, nicht mehr einverstanden. In Deutschland erforderte der einigungsbedingte Inflationsschub einen restriktiven geldpolitischen Kurs mit entsprechend hohen nominalen Zinsen. Hingegen setzte etwa in Frankreich eine konjunkturelle Krise ein, die durch hohe reale Zinsen verschärft wurde. Diese resultierten zwangsläufig aus der Diskrepanz zwischen der relativ zur deutschen sehr niedrigen französischen Inflationsrate und den sehr hohen Nominalzinsen, die notwendig waren, um nominell feste Wechselkurse aufrechtzuerhalten. Damit mußte aber der bis dahin verdeckte währungspolitische Zielkonflikt unweigerlich wieder offen zu Tage treten.

Die Devisenmärkte waren der Meinung, daß dieser Konflikt über den richtigen geldpolitischen Kurs in Europa wegen der unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklung in den beiden Ländern nur durch ein Realignment gelöst werden konnte. Es war aber für viele überraschend, daß nicht die DM, sondern der französische Franc unter Abwertungsdruck geriet, obwohl die „fundamentalen“ Daten eher gegen die DM sprachen. Die Erklärung ist einfach: Die Märkte trauten es der Bundesbank immer noch zu, den inflationären Trend umzukehren, und glaubten der französischen Regierung noch immer nicht, daß sie auch in Zukunft angesichts der wachsenden Arbeitslosigkeit der inflationären Versuchung widerstehen kann. Die Märkte haben ein lan-

ges Gedächtnis. Die Krisen im EWS sind somit nicht das Ergebnis verschwörerischer Aktivitäten von Spekulanten, sie beruhen auf den eingetretenen und erwarteten divergenten nationalen wirtschaftspolitischen Aktivitäten.

Lösung des Zielkonfliktes

Der währungspolitische Zielkonflikt läßt sich grundsätzlich auf drei unterschiedlichen Wegen lösen. Eine erste Möglichkeit besteht darin, grundsätzlich an nominell festen Wechselkursen festzuhalten, aber wieder Sand in das Getriebe der internationalen Finanzmärkte zu streuen (J. Tobin; R. Dornbusch). Dies kann man erreichen, indem man die internationalen finanziellen Ströme stark besteuert oder zu administrativen Kontrollen auf den Devisen- und Kapitalmärkten greift. Ein zweiter Weg, mit dem währungspolitischen Konflikt fertig zu werden, tut sich auf, wenn man gleich den Schritt wagt und eine Währungsunion in Europa installiert. In diesem Falle ersetzt man die unterschiedlichen monetären makropolitischen Aktivitäten durch eine einheitliche Geldpolitik in Europa. Der dritte mögliche Weg wurde schließlich am 2. August 1993 gegangen, als man die Bandbreiten im EWS auf $\pm 15\%$ erweiterte und somit die nominellen Wechselkurse faktisch freigab. Damit räumt man den europäischen Volkswirtschaften wieder die Möglichkeit ein, die makropolitischen Aktivitäten nach ihren eigenen Wünschen und Bedürfnissen zu steuern.

Diese drei Möglichkeiten, den währungspolitischen Zielkonflikt zu lösen, sind nun aber nicht alle gleich effizient. Es geht nämlich nicht nur darum, den währungspolitischen Knoten zu durchschlagen. Die Währungsordnung in Europa muß auch daran gemessen werden, wie sie die Aufgabe löst, ein stabilitätspolitisch befriedigendes Ergebnis zu verwirk-

lichen, und welchen Beitrag sie leistet, bei unvollkommenen Güter- und Faktormärkten die Allokation der Ressourcen zu verbessern. Es ist trotz der temporär wieder eingeführten Kapitalverkehrskontrollen in Irland, Spanien und Portugal bei der Währungskrise im Herbst letzten Jahres und einiger irritierender Äußerungen aus dem französisch-belgischen Raum bisher noch unbestritten, daß die Versuche, die Finanzmärkte in Europa wieder stärker zu desintegrieren, nicht ernsthaft zur Diskussion stehen. Solche Regelungen sind nicht nur administrativ schwierig zu handhaben, sie leisten auch keinen Beitrag, die nationalen geldpolitischen Aktivitäten zu disziplinieren, und stehen in einem eklatanten Widerspruch zum „Binnenmarktprojekt 1992“, das es sich zur Aufgabe gemacht hat, bestehende Hindernisse auf den ökonomischen Märkten ab- und nicht neue aufzubauen.

Einführung einer Währungsunion

Wenn aber Systeme nominell fester Wechselkurse, wie die historische Erfahrung zeigt, währungspolitische „Schönwettersysteme“ sind, die nur solange halten, wie keine größeren realen oder monetären Schocks auftreten, das EWS also eher für weniger stürmische Binnen-gewässer konstruiert war, bleiben nur zwei Möglichkeiten: der Übergang zu einer Währungsunion oder aber flexible Wechselkurse. Eine alle EG-Länder umfassende Währungsunion würde zweifellos den währungspolitischen Zielkonflikt lösen, da bei einem solchen währungspolitischen Arrangement unabhängige geldpolitische Aktivitäten der Mitglieder nicht mehr möglich sind. Die Frage ist nur, ob dieser Weg den stabilitätspolitischen und allokativen Erfordernissen gerecht wird.

Die kontroverse Diskussion um

Maastricht hat gezeigt, daß daran zumindest Zweifel angebracht sind. Es spricht wenig dafür, daß eine Währungsunion die monetären makropolitischen Aktivitäten diszipliniert und Preisniveaustabilität garantiert. Die vorherrschende Argumentation greift zu kurz, wenn sie nur darauf abstellt, daß die Europäische Zentralbank unabhängig von politischem Einfluß sein muß. Wenn es nämlich richtig ist, daß auch die Stellung der Notenbank im politischen Prozeß das Ergebnis einer evolutorischen Entwicklung ist, wird eine solche Institution um so unabhängiger sein und sich um so stabilitätsbewußter verhalten, je stärker die wirtschaftlichen Akteure an einem stabilen Geldwert interessiert sind.

Die Länder in Europa unterscheiden sich aber in dieser Hinsicht beträchtlich. Dies ist nicht nur auf die unterschiedlichen Präferenzen der Bevölkerung für das Ziel der Preisniveaustabilität (Stabilitätskultur) relativ zu dem der Outputstabilität zurückzuführen, auch die Anreize für eine strikte Politik der Preisniveaustabilität fallen aus mehreren Gründen ganz verschieden aus: Da die Güter- und Faktormärkte in den einzelnen Ländern mehr oder weniger stark unvollkommen sind, unterscheidet sich auch der kurzfristig ausbeutbare trade-off zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Daneben tragen die unterschiedlich effizienten Steuerstrukturen in den europäischen Volkswirtschaften mit dazu bei, daß die wirtschaftlichen Akteure auch verschieden große Anreize haben, die staatlichen Ausgaben über eine Inflationssteuer zu finanzieren. Schließlich sind die Regierungen der Länder, die hoch verschuldet sind, stärker an einer inflationären Entwicklung interessiert als Länder, in denen die staatliche Verschuldung gering ausfällt, können sie sich doch auf diese Weise eher der realen Schulden entledigen. Die recht unterschiedlichen Interessen der euro-

päischen Länder sprechen deshalb dafür, daß es in der Geldpolitik zu einer „Mitbestimmungslösung“ kommt, die für die stabilitätsbewußteren Länder mit einer höheren Inflationsrate verbunden ist.

In einer umfassenden Währungsunion wird aber weder den stabilitätspolitischen Erfordernissen entsprochen, noch werden die knappen Ressourcen effizient verwendet. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn die Mitglieder einer Währungsunion von unterschiedlichen, länderspezifischen Schocks getroffen werden. Da aber die Arbeitnehmer in den EG-Ländern auch wegen der wohlfahrtsstaatlichen Regelungen nur bedingt bereit sind, die auftretenden Anpassungslasten über nach unten flexible Reallöhne und reale Lohnstrukturen zu tragen, und die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital innerhalb des Währungsraumes nicht ausreichend

mobil sind, gibt man mit der Aufgabe des Wechselkurses das letzte relativ kostengünstige Anpassungsinstrument aus der Hand. Die unumgänglichen Anpassungen müssen dann über Mengenbewegungen erfolgen: Der politisch gewählte trade-off entscheidet, wieviel über einen Anstieg der Arbeitslosigkeit und wieviel über eine höhere Inflationsrate getragen wird.

Es ist klar, daß es den Arbeitnehmern längerfristig nicht erspart bleibt, die Lasten aus (asymmetrischen) Schocks entweder über geringere Ansprüche an das reale Sozialprodukt oder aber über höhere eigene Anstrengungen zu tragen. Der anpassungsfähige nominelle Wechselkurs kann somit nur ein Notventil sein, das sofort hilft, daß sich nach Schocks die größten Spannungen nicht explosionsartig entladen. Er räumt den wirtschaftlichen Akteuren

die Möglichkeit ein, eine gewisse Menge an Zeit zu kaufen. Damit federt er den unumgänglichen Anpassungsprozeß ab. Dies ist von unschätzbarem Wert, wenn sich sowohl das betriebsspezifische Human- als auch das Realkapital schnell entwerten und die Arbeitsplatzbesitzer die Arbeitslosen im Lohnverhandlungsprozeß dominieren. Die Erfahrungen in den EG-Ländern zeigen, daß sich in diesem Fall die Arbeitslosigkeit verfestigt und zu steigender Langzeitarbeitslosigkeit auswächst.

Wegen der beträchtlichen wirtschaftlichen Unterschiede in den EG-Ländern und der unvollkommenen Güter- und Faktormärkte wird darauf hingewiesen, daß eine Währungsunion in Europa nur funktionieren könne, wenn sie um einen umfassenden Finanzausgleich ergänzt werde. Da sich aber solche Solidari-

Kay Hailbronner

Einbürgerung von Wanderarbeitnehmern und doppelte Staatsangehörigkeit

Die Problematik der Einbürgerung von Wanderarbeitnehmern und ihren Familienangehörigen unter Hinnahme der Mehrstaatigkeit wird seit mehreren Jahren in allen westeuropäischen Staaten diskutiert und hat bereits zu einer erheblichen Einschränkung des Prinzips der Vermeidung der Mehrstaatigkeit geführt. Noch in der laufenden Legislaturperiode soll eine Novelle zum Staatsangehörigkeitsrecht vorgelegt werden.

Nach einem Überblick über die verfassungsrechtlichen Grundsatzfragen einer erleichterten Einbürgerung unter Hinnahme von Mehrstaatigkeit wird das Staatsangehörigkeitsrecht der wichtigsten westeuropäischen Nachbarstaaten untersucht. Die rechtsvergleichenden Betrachtungen zeigen, daß in zahlreichen westeuropäischen Staaten in den letzten Jahren der Erwerb der Staatsangehörigkeit unter Hinnahme der Mehrstaatigkeit für Wanderarbeitnehmer und ihre Familienangehörigen und für Ehegatten aus gemischtnationalen Ehen erheblich erleichtert worden ist.

Die Bundesrepublik befindet sich auch im Bereich des Staatsangehörigkeitsrechts nicht mehr in einer Sphäre unbeschränkter staatlicher Souveränität. Angesichts der Schaffung einer europäischen Bürgerschaft und der Gründung einer europäischen politischen Union muß die Neuregelung des Staatsangehörigkeitsrechts auch die Entwicklungen in den anderen EG-Mitgliedstaaten berücksichtigen.

1992, 148 S., brosch., 45,- DM, ISBN 3-7890-2858-4



Nomos Verlagsgesellschaft • Baden-Baden



tätzahlungen wohl erst nach einer echten politischen Einigung realisieren lassen, wird gefordert, die Währungsunion um eine politische Union zu ergänzen. Ein solcher Schritt würde sich aber sowohl stabilitätspolitisch kontraproduktiv als auch allokativ negativ auswirken. In einem staatlichen Gebilde, das durch recht unterschiedliche Lebensverhältnisse geprägt wäre, würde der Ruf nach verstärkter Solidarität und interregionaler Gerechtigkeit immer lauter. Die politischen Entscheidungsträger würden versuchen, die Verteilungskonflikte nicht nur mit interregionalen finanziellen Transfers, sondern auch mit regulierenden staatlichen Eingriffen in die Güter- und Faktormärkte zu lösen. Da die interregionalen Transfers finanziert werden müssen, würde von der fiskalpolitischen Seite her der Druck auf die Europäische Zentralbank zunehmen. Gleichzeitig verringerten die interventionistischen Aktivitäten des Staates die Funktionsfähigkeit der Güter- und Faktormärkte. Das bedeutet aber, daß eine umfassende Währungsunion nicht zu besseren Ergebnissen führt, wenn sie um eine politische Union ergänzt wird.

Übergang zu flexiblen Wechselkursen

Damit bleiben aber nur noch flexible nominelle Wechselkurse, um den währungspolitischen Zielkonflikt wirklich in den Griff zu bekommen. Die positiven Wirkungen eines solchen währungspolitischen Arrangements ließen sich steigern, wenn man die letzten Hindernisse auf dem europäischen Markt für Währungen beseitigte und dafür sorgte, daß die wirtschaftlichen Akteure in den EG-Ländern auch im inländischen Zahlungsverkehr ihre Währung frei wählen können. Mit diesen währungspolitischen Regelungen würde man den europäischen Volkswirtschaften die Möglichkeit einräumen, die geldpolitischen Aktivitäten wieder stär-

ker an den nationalen Erfordernissen auszurichten, und ihnen die Chance bieten, sich nicht nur vor den monetären makropolitischen Aktivitäten, sondern auch anderen wirtschaftspolitischen Dummheiten der Regierungen fremder Länder zu schützen.

Diese währungspolitische Option für Europa gerät nun aber von zumindest zwei Seiten in die Kritik: Es wird zum einen darauf hingewiesen, daß man mit einer solchen Lösung die bisher erzielten stabilitätspolitischen Erfolge wieder aufs Spiel setzt. Daneben wird zum anderen befürchtet, daß stark schwankende nominelle Wechselkurse die Allokation der Ressourcen verzerren. Es ist sicher richtig, daß die Länder, deren Güter- und Faktormärkte relativ unvollkommen sind, die weniger effiziente Steuersysteme haben oder einen hohen staatlichen Schuldenstand aufweisen, unabhängig von der gewählten Währungsordnung – Währungsunion oder flexible Wechselkurse – grundsätzlich größere Anreize haben, einen stärker inflationären Kurs einzuschlagen. Die entscheidende Frage ist allerdings, bei welchem währungspolitischen Arrangement es besser gelingt, die expansiven geldpolitischen Aktivitäten zu disziplinieren.

Es spricht einiges dafür, daß flexible nominelle Wechselkurse in dieser Hinsicht komparative Vorteile haben: Die Länder, die stärker als andere inflationieren, setzen sich der Gefahr aus, daß ihre Währung abgewertet wird, das Kapital mit den „Zinsfüßen“ über die Qualität der nationalen Makropolitiken abstimmt und das Land verläßt. Ein veränderter Außenwert einer Währung wird aber auch als Gradmesser für die Qualität der wirtschaftspolitischen Aktivitäten der nationalen Regierung und Notenbank angesehen. Es ist deshalb damit zu rechnen, daß die Furcht vor Stimmenverlusten die po-

litischen Entscheidungsträger unter Druck setzt, eine stabilitätsbewußtere Politik zu verfolgen. Beide Mechanismen können aber zwischen den Mitgliedern einer Währungsunion nicht mehr funktionieren.

Man sollte aber auch berücksichtigen, daß die Stabilitätserfolge im EWS, das in der zweiten Hälfte der 80er Jahre wie eine Quasi-Währungsunion gehandhabt wurde, in dieser Zeit im Durchschnitt geringer ausfielen als in den anderen OECD-Staaten, die nicht EWS-Mitglieder waren. Es spricht deshalb einiges dafür, daß nicht das EWS für den Erfolg an der Preisfront verantwortlich war, sondern sich ein allgemeiner – möglicherweise nur temporärer – stabilitätspolitischer „Wertewandel“ vollzog.

Auch die These, wonach in einem System flexibler Wechselkurse mit erratisch schwankenden nominellen Währungsrelationen und allokativen Verzerrungen zu rechnen ist, steht auf tönernen Füßen. Es ist unbestritten, daß flexible Wechselkurse bei unvollkommenen Güter- und Faktormärkten komparative allokativen Vorteile gegenüber einer Währungsunion aufweisen, wenn es darum geht, asymmetrische Schocks zu verarbeiten. Unbestritten ist aber auch, daß die nominellen und realen Wechselkurse in einem solchen Währungssystem bisweilen beträchtlich schwanken. Wenn es allerdings richtig ist, daß stark schwankende Wechselkurse nicht nur das Ergebnis wirtschaftspolitischer Aktivitäten und Fehler (J. Frenkel), sondern auch wenig funktionsfähiger, staatlich regulierter Güter- und Faktormärkte sind (R. Dornbusch), ist das System flexibler Wechselkurse wohl kaum die eigentliche Ursache für die offenkundigen Fehlentwicklungen. Die schwankenden Wechselkurse sind nur der Bote, der die unerfreulichen Nachrichten über den Zustand der Güter- und Faktor-

märkte und das Fehlverhalten der wirtschaftlichen Akteure und politischen Entscheidungsträger verbreitet.

Fazit

Die Diskussion in Europa konzentriert sich somit seit Maastricht auf das falsche Thema. Die vordringlichste Aufgabe besteht nicht darin, möglichst bald für alle EG-Länder zu einer Währungsunion zu kommen, sondern alles daran zu setzen, das „Binnenmarktprojekt 1992“ möglichst schnell ordnungspolitisch anständig umzusetzen. Damit macht

man nicht nur die Güter- und Faktormärkte funktionsfähiger, man hilft auch, die geld- und fiskalpolitischen Entscheidungsträger in Europa stärker in ihre Schranken zu verweisen. Die Allokation würde verbessert, den stabilitätspolitischen Erfordernissen besser entsprochen und die hohe Arbeitslosigkeit verringert. Ein System flexibler Wechselkurse hilft, auf diesem Weg schneller voranzukommen, weil es die EG-Länder nicht zu gefährlichen währungspolitischen Experimenten zwingt, die einige von ihnen wegen wenig funktionsfähiger Güter- und Faktormärkte gegenwärtig

nicht erfolgreich bestehen können. Die Gefahr interventionistischer Eingriffe in die Märkte würde verringert, das „Binnenmarktprojekt 1992“ auf eine tragfähige Basis gestellt. Der Weg zu einer monetären Integration führt somit sinnvollerweise nicht über den Bau eines großen (Währungs-)Schiffes, mit dem alle EG-Länder fahren müssen. Es erscheint erfolgversprechender, mit kleineren, beweglicheren Booten, die auch schon mal in kleineren Konvois fahren können, wenn sie das gleiche Ziel haben und gleich schnell sind, zum Ziel zu kommen.

Peter Bofinger

Der Name des EWS

Vom einstigen Europäischen Währungssystem, das immerhin von Mitte 1979 bis August 1992 durchaus zufriedenstellend funktioniert hatte, ist heute nur noch der Name geblieben¹. Bereits mit dem Ausscheiden Italiens im September 1992 hatte es ein wesentliches Gründungsmitglied verloren. Die – nach einer Welle spekulativer Attacken – Anfang August 1993 vorgenommene Aufspreizung der Bandbreiten von $\pm 2,25\%$ (bzw. $\pm 6\%$ für Spanien und Portugal) auf $\pm 15\%$ gab dann dem System den Todesstoß. Da man beim Erreichen der „Interventionspunkte“ nunmehr zudem damit rechnen muß, daß die Notenbanken sehr viel bereitwilliger als früher Realignments vornehmen werden, bestehen jetzt in der EG weitgehend flexible Wechselkurse.

¹ „Die Rose von einst steht nur noch als Name, uns bleiben nur nackte Namen.“ („Stat rosa pristina nomina nuda tenemus.“) Umberto Eco: Der Name der Rose, München und Wien 1982.

Wie konnte es dazu kommen, daß das bis vor kurzem noch allgemein geschätzte System so schnell zusammengebrochen ist? In erster Linie handelt es sich dabei um ein massives Marktversagen der internationalen Geld- und Kapitalmärkte. In der Erfolgsphase des EWS ist vielfach übersehen worden, daß ein solches Festkurssystem nur dann frictionsfrei funktionieren kann, wenn sich die Devisenmärkte bei der Bewertung von Währungen im wesentlichen an makroökonomische Fundamentalfaktoren, insbesondere die Inflationsrate und das Budgetdefizit, halten. Dies war in den achtziger Jahren durchweg der Fall: Der Sanktionsmechanismus des Abwertungsdrucks wurde immer nur gegenüber Ländern wirksam, die eine inflatorische Wirtschaftspolitik verfolgt hatten.

In den letzten zwölf Monaten richteten sich die spekulativen Attacken jedoch mehr und mehr auf jene Wäh-

rungen, die, wie der französische Franc und die Dänekrone, zu den stabilsten des EWS zählten. Damit wurde die Funktionsweise des Wechselkursmechanismus grundsätzlich in Frage gestellt. Während die zur Verteidigung der Paritäten erforderlichen Zinsanhebungen im Fall eines Inflationslandes genau die adäquate Theorie darstellen, erweisen sie sich bei stabilitätsorientierten Ländern wie Frankreich, den Beneluxstaaten und Dänemark als völlig kontraindiziert. Die unangemessene Bewertung ihrer Währungen durch die Devisenmärkte zwang diesen Ländern somit seit September 1992 eine Hochzinspolitik auf, die zweifellos nicht allzu lange durchgehalten werden konnte.

Das hier konstatierte Marktversagen bedeutet nicht, daß sich die einzelnen Teilnehmer am Devisenmarkt irrational verhalten. Es impliziert auch keine Verschwörungstheorien, wie man sie vor allem in der französi-

schen Presse finden kann. Entscheidend ist allein, daß das individuelle Gewinnmaximierungsverhalten der Spekulanten am Devisenmarkt offensichtlich nicht zu gesamtwirtschaftlich optimalen Ergebnissen führt. Diese zentrale Einsicht hätte man eigentlich schon aus den Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen in den achtziger Jahren gewinnen können. Die Tatsache, daß sich die Wechselkursentwicklung des Dollar in diesem Zeitraum jedem makroökonomischen Erklärungsansatz entzog, besagt nichts anderes, als daß marktbestimmte Wechselkurse sich nicht in der Weise verhalten, wie das aus ökonomischer Sicht als optimal anzusehen ist.

Damit unterscheidet sich der Devisenmarkt erheblich von Gütermärkten. Auch dort haben die Ökonomen nicht a priori unterstellt, daß die Märkte unfehlbar sind. Vielmehr haben sie in der allgemeinen Gleichgewichtstheorie im einzelnen nachgewiesen, daß die individuelle Nutzenmaximierung zu einem gesamtwirtschaftlichen Optimum führt. Daß dies auf den Devisenmärkten nicht gewährleistet ist, darf letztlich auch nicht überraschen, da es dort weitgehend an einer realwirtschaftlichen Verankerung der Preisbildung fehlt. Für den Anbieter von Devisen gibt es – anders als beispielsweise für den Anbieter von Kartoffeln – keine realwirtschaftlichen Determinanten seines Angebotspreises. Zwar werden in den Lehrbüchern nach wie vor Modelle dargestellt, in denen Angebot und Nachfrage von Devisen im wesentlichen von den Importen und Exporten eines Landes bestimmt werden. Im Vergleich zu den internationalen Kapitalströmen ist das Volumen der Leistungstransaktionen heute jedoch viel zu gering, um einen nennenswerten Einfluß auf die Wechselkursbildung auszuüben. Die Kausalität geht allenfalls in die Gegenrichtung: Durch Kapitalbewegun-

gen determinierte Wechselkurse entscheiden über das Volumen von Importen und Exporten.

Mangelnde Notenbankkooperation

Der Zusammenbruch des EWS sollte also für die Anhänger flexibler Kurse kein Grund zum Jubeln sein. Er ist vielmehr ein weiterer Beleg dafür, daß die Devisenmärkte kein effizientes Verfahren zur Festlegung von Wechselkursen darstellen².

In Anbetracht des gravierenden Marktversagens hätte das EWS allenfalls dann gerettet werden können, wenn die beteiligten Notenbanken noch sehr viel intensiver kooperiert hätten, als dies tatsächlich der Fall gewesen ist. Zur Abwehr spekulativer Attacken ist zweierlei erforderlich:

- Die Kosten des Spekulierens müssen durch die Notenbanken verteuert werden.
- Die Wahrscheinlichkeit von makroökonomisch unbegründeten Wechselkursänderungen bzw. des Ausscheidens von Währungen aus dem System muß soweit wie möglich reduziert werden.

Da die Zinsdifferenz zwischen dem französischen Franc und der D-Mark seit September 1992 stets nur wenige Prozentpunkte (per annum) betrug, war es für die Spekulanten durchweg vergleichsweise billig, gegen den Franc zu spekulieren. Hier wäre in den Spekulationsphasen vor allem die Bundesbank gefordert gewesen, mehr Flexibilität zu zeigen.

² Siehe dazu auch Willem Buiter: Monetary union is possible now Maastricht is dead; Financial Times vom 19. August 1993: „Foreign exchange markets are inhabited by nervous, myopic, private-sector herd animals, economically illiterate politicians and wide-eyed innocents masquerading as central bankers and monetary technocrats. How these players are driven matters little if no two experts agree on what the fundamentals are or how they affect exchange rates.“

Auch bei unveränderten Leitzinsen hätte man einen starken Druck auf die Geldmarktzinsen in Deutschland ausüben können, wenn zumindest ein Teil der Interventionen nicht mehr sterilisiert worden wäre. Die durch Franc-Ankäufe bereitgestellte Liquidität hätte dann temporär zu einer erheblichen Zinssenkung bei der D-Mark geführt und so die Situation am Devisenmarkt tendenziell stabilisiert. Dies bedeutet nicht, daß damit zwangsläufig eine höhere Geldmengenausweitung einhergegangen wäre. Nach Abklingen der Störung hätte die Geldbasis wieder auf das mit dem Geldmengenziel kompatible Niveau reduziert werden können. Zudem hätte eine Stabilisierung der Lage dazu beigetragen, die expansiven Effekte zu mildern, die von den spekulativen Kapitalbewegungen im Bereich der Nichtbanken auf das Geldvolumen ausgehen.

In Anbetracht der Intensität der zu beobachtenden spekulativen Attacken ist freilich nicht sicher, ob eine größere zinspolitische Flexibilität der Bundesbank tatsächlich ausreichend gewesen wäre, um den Zusammenbruch des Systems zu verhindern. Außer Zweifel steht jedoch, daß sich die Notenbanken bei massiven Währungskrisen nicht nur an ihre Dienstanweisungen halten können. Hier gilt vielmehr, was Jörg Niehans schon 1978 feststellte: Geldpolitik ist eine Kunst³.

³ Jörg Niehans: The Theory of Money, Baltimore 1978, S. 294: „The central bankers field of action is the ever-changing stream of economic history, where every day may pose new problems requiring new solutions. He will use economic science as a commander of armies uses military science, namely as collected pieces of information and wisdom that, though often useful and sometimes indispensable, can never provide a recipe for victory. In fact, such a recipe would be a contradiction in terms, because both opposing armies could use it, but only one can win. (...) In monetary policy, as on the battlefield, it is the unexpected that counts most. This treatise may thus end on a note of humility: However far monetary theory may progress, central banking is likely to remain an art.“

Entscheidender Fehler

Zur Stabilisierung des EWS wäre es zudem darauf angekommen, die Wahrscheinlichkeit von makroökonomisch unbegründeten Wechselkursanpassungen möglichst gering zu halten. Hier wurde ein entscheidender Fehler im September 1992 begangen, als der Kurs der Lira freigegeben wurde. Zweifellos war zu diesem Zeitpunkt eine Abwertung der italienischen Lira unvermeidbar. Zur Sicherung der Glaubwürdigkeit des Systems wäre es jedoch erforderlich gewesen, die neue – eventuell noch um einige Prozentpunkte stärker abgewertete – Parität der Lira energisch zu verteidigen. Da der italienischen Notenbank Mitte September 1992 nur noch ein Restbestand an Devisenreserven verblieben war, hätte hier nur eine massive Unterstützung durch die Bundesbank helfen können. Dabei wäre es vielleicht weniger auf große Interventionsvolumina angekommen als auf eine eindeutige Absichtserklärung aller Notenbanken, daß die neu festgesetzten Paritäten mit allen Mitteln verteidigt werden würden.

Hier wäre es wohl auch nützlich gewesen, darauf zu verweisen, daß die Stabilität des EWS Anfang der achtziger Jahre – bei weitaus gravierenderen makroökonomischen Divergenzen – jederzeit hätte gewährleistet werden können. Entscheidend wäre es also gewesen, die in 13 Jahren gewonnene Glaubwürdigkeit des EWS von Anfang an massiv zu verteidigen. Nachdem jedoch der

Geist der Spekulation einmal aus der Flasche gelassen worden war, mußte es zunehmend schwerer fallen, die Position der Notenbanken gegenüber dem Markt zu behaupten.

Währungspolitischer Scherbenhaufen

Was bleibt, ist ein währungspolitischer Scherbenhaufen. Auf kurze Sicht sind die geldpolitischen Handlungsspielräume der Notenbanken eher geringer als zuvor. Die in Frankreich und den kleinen EWS-Ländern nunmehr grundsätzlich bestehenden Zinssenkungspotentiale konnten zunächst offensichtlich nicht ausgeschöpft werden. Noch immer liegen die französischen Geldmarktsätze um zwei Prozentpunkte über den deutschen. Offensichtlich will man in Paris auch bei flexiblen Kursen den Prestigeverlust einer stärkeren Abwertung des Franc vermeiden. Außerdem scheint man damit auch einem deutschen Petition Rechnung zu tragen. In der Tat hat der EWS-Zusammenbruch die Bundesbank in eine unangenehme Zwangslage gebracht: Sie muß sich mit Zinssenkungen zunächst eher zurückhalten, da sie sich sonst dem Vorwurf des EWS-Mordes gegenüber sieht. Zudem haben die massiven Kapitalzuflüsse, die durch die unterbliebene Zinssenkung Ende Juli 1993 induziert wurden, die Geldmengenerweiterung erheblich verstärkt, so daß auch von daher der zinspolitische Handlungsspielraum eingeengt wird. Auf der anderen Seite könnte die Bundesbank bei einer umfassenden Zinssenkung in Frankreich und den Beneluxstaaten kaum die deutschen Zinssätze konstant halten, da es sonst zu einer konjunkturpolitisch völlig unververtretbaren Aufwertung der D-Mark kommen würde.

Auf längere Sicht wiegt allerdings schwerer, daß die Devisenmärkte, die sich schon innerhalb des Orientierungsrahmens des EWS als wenig effizientes Verfahren zur Wechsel-

kursdetermination erwiesen haben, nunmehr nahezu uneingeschränkt über die Wechselkursrelationen in Europa befinden sollen. Daß damit der Handel im Europäischen Binnenmarkt erschwert wird, steht bei den nun gegebenen Schwankungsbreiten der Wechselkurse außer Zweifel. Auch die bisher seit Ende Juli eingetretene Aufwertung der D-Mark um 2,2% (gegenüber den Währungen des EWS-Wechselkursverbundes) ist schädlich für die deutsche Wirtschaft, selbst wenn dies noch immer nicht überall so gesehen wird. Während bei Tarifverhandlungen auf jeden Zehntel-Prozentpunkt geachtet wird, werden wechselkursbedingte Verschiebungen des deutschen Kostenniveaus gegenüber den europäischen Konkurrenzländern um ganze Prozentpunkte noch immer mit erstaunlich großer Gelassenheit betrachtet⁴.

Zukunft der europäischen Währungsintegration

Was ergibt sich also daraus für die weitere Zukunft der europäischen Währungsintegration? Sieht man einmal vom derzeitigen Flurschaden ab, dann sind längerfristig die Perspektiven für die Währungsunion nicht unbedingt negativ einzuschätzen. Der Zusammenbruch des EWS hat zumindest deutlich gemacht, daß es für den Binnenmarkt auf Dauer nur zwei alternative Währungsordnungen geben kann: eine Währungsunion oder flexible Kurse⁵. Anders als dies von manchen Kritikern der Maastrichter Beschlüsse noch im Vorjahr unterstellt worden war, ist der „dritte Weg“ des EWS offensichtlich keine tragfähige Lösung – oder zumindest nur dann, wenn ein ungewöhnlich hohes Maß an Kooperationsbereitschaft zwischen den beteiligten Notenbanken besteht. Nach dem Glaubwürdigkeitsverlust der letzten Monate ist eine Rückkehr in das „alte“ EWS derzeit nicht mehr vorstellbar. Wie soll jemals noch eine

⁴ Siehe dazu Deutsche Bundesbank: Monatsbericht August 1993, S. 26: „Die Auswirkungen der Bandbreitenerweiterung auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie dürften sich in engen Grenzen halten, zumal nur etwa ein Viertel der deutschen Außenhandelsumsätze mit Ländern abgewickelt wird, für deren Währungen nun die größere Schwankungsbreite gilt.“

⁵ Siehe dazu die Diskussion in Peter Bofinger, Stephan Collignon, Ernst-Moritz Lipp (Hrsg.): Währungsunion oder Währungschaos, Wiesbaden 1993.

Wechselkursrelation gegenüber dem Markt glaubhaft verteidigt werden, wenn es bei der nahezu optimalen stabilitätspolitischen Verfassung Frankreichs und der ungewöhnlich hohen deutschen Inflationsrate nicht möglich war, den D-Mark-Kurs des französischen Franc vor einer Abwertung zu schützen⁶.

⁶ Es ist daher kaum zutreffend, wenn die Bandbreitenerweiterung im Kommuniqué der Europäischen Gemeinschaft vom 2. August 1993 als „befristete Maßnahme“ bezeichnet wird.

Die nächsten Monate werden so für die weitere währungspolitische Zukunft Europas entscheidend sein. Sie bieten jetzt die Möglichkeit, die Option flexibler Kurse in der Praxis zu überprüfen. Fällt der Test positiv aus, wird man die gesamte Integrationsstrategie von Maastricht in den Wind schreiben können. Kommt es zu anhaltender währungspolitischer Instabilität, was zu erwarten ist, dann läßt sich die Notwendigkeit einer Währungsunion sehr viel deutlicher

begründen als dies bis Ende Juli 1993 der Fall gewesen ist. Der in Maastricht vereinbarte Integrationsprozeß wäre dann jedoch grundlegend zu revidieren. Insbesondere müßte er dafür geöffnet werden, daß eine Währungsunion in den stabilitätsorientierten EG-Kernländern (Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Niederlande und Luxemburg) nicht erst ab 1997, sondern sobald wie möglich verwirklicht werden kann.

Heinz-Dieter Smeets

Die Krise des EWS und die Folgen

Seit dem September 1992 kam es zu einer Reihe von Spekulationswellen im EWS, die ihren Höhepunkt in den Beschlüssen vom 1. August 1993 fanden, bei unveränderten Paritäten die Bandbreiten zeitweise auf +/- 15% auszuweiten. Lediglich zwischen der Bundesrepublik und den Niederlanden wurden die ursprünglichen Bandbreiten von +/- 2,25% beibehalten. Im weiteren Verlauf sollen die Wirkungen dieser Maßnahme auf die angestrebte Währungsunion sowie das weitere Vorgehen auf diesem Wege diskutiert werden. Dies setzt jedoch eine hinreichende Kenntnis der Krisenursachen voraus, auf die zunächst kurz eingegangen werden soll.

Der Ausgangspunkt der Krise im Herbst 1992 stand primär im Zeichen eines realen Wechselkursänderungsbedarfs als Folge divergierender Preisniveauentwicklungen. Diese Entwicklung wurde allerdings längere Zeit durch andere Faktoren überschattet. Dabei waren es gerade die seit 1990 weitgehend liberalisierten Kapitalbewegungen, die – statt

den erwarteten Stabilitätsdruck auszuüben – die inflationäre Entwicklung und die damit in aller Regel einhergehenden Leistungsbilanzdefizite stützten. Die seit Anfang 1987 unveränderten Paritäten führten nämlich im Laufe der Zeit zu einem zunehmenden Vertrauen in diese Fixierung, so daß sich die internationalen Kapitalbewegungen primär an den Nominalzinsdifferenzen orientierten. Länder wie insbesondere Italien und Spanien sahen sich aus diesem Grunde trotz im Vergleich zur Bundesrepublik höheren Inflationsraten Kapitalimporten ausgesetzt, die keinen Druck von außen erzeugten, sondern vielmehr die Stabilitätsbemühungen im Inneren zu unterlaufen drohten.

Auch wenn die jährlichen Inflationsdifferenzen im Laufe der Zeit eher abnahmen, waren bis 1992 in der Summe doch erhebliche Abweichungen vom deutschen Inflationsniveau zu verzeichnen. Der hierin zum Ausdruck kommende reale Wechselkursänderungsbedarf und die verminderte (Preis-)Wettbe-

werbsfähigkeit sollten allerdings auf keinen Fall durch Anpassungen des nominalen Kurses korrigiert werden. Hierbei stand insbesondere die Furcht vor abwertungsbedingten Preissteigerungen und deren Rückwirkungen auf die angestrebte Stabilitätspolitik im Vordergrund.

Da man auf der anderen Seite weder mit einer entscheidenden Lockerung der deutschen Geldpolitik noch – angesichts deutlich zunehmender Beschäftigungsprobleme – mit einer Verschärfung der Geldpolitik in den betroffenen Ländern selbst rechnen konnte, war es keineswegs verwunderlich, daß der auf diese Weise angelaufene Anpassungsstau irgendwann zum Ausbruch kam. Daß das zuvor beschriebene labile „Gleichgewicht“ an den Devisenmärkten gerade im September 1992 zu Fall kam, mag durch die politische Entwicklung in den Monaten zuvor mitbegründet sein. Es begann mit dem dänischen „Nein“ zu den Maastricht-Verträgen am 2. Juni und setzte sich über mehrere Meinungsumfragen zum damals bevorstehenden Refe-

rendum in Frankreich fort, die einen negativen Ausgang nicht auszuschließen vermochten.

Dies mag in der Summe das Vertrauen in fortdauernd feste Wechselkurse bis zum Übergang in die Währungsunion so nachhaltig erschüttert haben, daß es zur ersten großen Spekulationswelle noch vor dem französischen Referendum kam. Pfund und Lira schieden am 17. September 1992 aus dem Wechselkursmechanismus aus, die Peseta wurde um 5% abgewertet. Die Abwertung der Peseta um weitere 6% im November paßt durchaus in dieses Bild, war doch gerade die Inflationsdifferenz – gemessen in einheitlicher Währung – zwischen Spanien und der Bundesrepublik seit 1987 auf etwa 30 Prozentpunkte angewachsen. Diese immer noch halbherzigen Aktionen erforderten dann im Mai die dritte Abwertung der Peseta, nun um 8%.

Realer Wechselkurs- änderungsbedarf

Nicht mit dieser Entwicklung begründen läßt sich allerdings die Spekulation gegen den französischen Franc, die im September 1992 begann, jedoch mit vereinten Kräften der Französischen Nationalbank und der Deutschen Bundesbank zunächst abgewendet wurde. Da die kumulierte Preisniveaumentwicklung im Herbst 1992 etwa derjenigen in der Bundesrepublik entsprach, müssen hier andere Ursachen eine Rolle gespielt haben. Ähnliches gilt für den belgischen Franc, der im Februar

und März 1993 kurze Zeit unter Druck geriet.

Angesichts der deutsch-deutschen Vereinigung und dem damit einhergehenden expansiven Kurs der Fiskalpolitik erscheint es allerdings zweifelhaft, ob ein Inflationsgleichschritt in Europa bereits eine tragfähige Lösung für die Fixierung der Paritäten darstellte. Interpretiert man nämlich die Folgen dieses wirtschaftspolitischen Vorgehens als einen asymmetrischen Nachfrageschock, so hätte der Druck auf den deutschen Gütermärkten nur durch eine reale Aufwertung der DM aufgefangen werden können.

Bezeichnenderweise soll die Deutsche Bundesbank bereits Ende 1989 ein umfassendes Realignement mit einer entsprechenden Aufwertung der DM angeboten haben, was sie nachfolgend wohl mehrfach wiederholte. Dieses Ansinnen wurde aber von den anderen Mitgliedsländern – allen voran Frankreich – zurückgewiesen. Hierfür waren auf der einen Seite erneut Befürchtungen ausschlaggebend, mit der Abwertung ihrer Währungen würden auch die bis dahin erzielten Stabilitätserfolge in den anderen Mitgliedsländern unterlaufen, da es – ausgehend von den gestiegenen Auslandspreisen – zu einem Anstieg der Inflation kommen würde. Auf der anderen Seite verwies man auf den Vertrauensverlust in die bisherige Wirtschaftspolitik, der eine Abwertung unannehmbar erscheinen ließ (franc fort).

Kommt der reale Wechselkursänderungsbedarf aber nicht über Anpassungen des nominalen Wechselkurses zustande, so stehen als Alternativen dazu nur ein Anstieg der inländischen und/oder eine Senkung der ausländischen Inflationsrate zur Verfügung. Da sich die Stabilitätspräferenzen der Deutschen Bundesbank jedoch trotz mancher Versuche über erhebliche Zinssenkungen im Ausland nicht nachhaltig (genug) aufweichen ließen, blieb – bei Ausschluß des Wechselkursinstruments – somit nur die Möglichkeit, den realen Aufwertungsbedarf über eine im Verhältnis zur Bundesrepublik niedrigere Inflationsrate in den anderen Mitgliedsländern zu befriedigen.

Vertrauensasymmetrie

Vor diesem Hintergrund ist es auch keineswegs verwunderlich, daß im Zuge dieses Anpassungsprozesses die französische Inflationsrate unter die deutsche gesunken ist. Dies wurde aber von manchen schon als Indiz für einen bevorstehenden Wechsel der Ankerwährung von der DM auf den französischen Franc interpretiert. Und tatsächlich scheinen die Märkte – mit Blick auf die Inflationsraten – diese Situation (zunächst) nicht eindeutig beurteilt zu haben. Folgte doch einer Schwächephase der DM im Juni dieses Jahres ein anschließendes Hoch, an dessen Ende dann die weitgehende Freigabe der Wechselkurse stand. Das Ausbleiben einer weiteren Lockerung der deutschen Geldpolitik Ende

Klaus Zimmer

Bankenregulierung: Zur Begründung und Ausgestaltung der Einlagensicherung

Eine ordnungstheoretische Analyse auf der Grundlage der Modernen Institutionenökonomie

1993, 303 S., brosch., 68,- DM, ISBN 3-7890-2859-2
(Studien zum Bank- und Börsenrecht, Bd. 26)

Markus Spiwoks

Bestimmungsgründe der Kapitalmarkt- zinsentwicklung in der BRD/Deutschland von 1973 bis 1989

Eine theoretische und empirische Untersuchung

1993, 112 S., brosch., 38,- DM, ISBN 3-7890-2975-0
(Schriften zur monetären Ökonomie, Bd. 35)



Nomos Verlagsgesellschaft • 7570 Baden-Baden



Juli mag die Marktteilnehmer erneut darin bestärkt haben, daß Länder wie etwa Frankreich den realen Wechselkursänderungsbedarf nicht mit einer im Verhältnis zur Bundesrepublik härteren Geldpolitik realisieren können, da eine solche Politik dem internen Gleichgewicht (Vollbeschäftigung) diametral entgegenstehen würde. Somit setzten sich erneut Abwertungserwartungen gegenüber dem französischen Franc durch, die es auch nicht erlaubten, das französische Zinsniveau dauerhaft unter das deutsche zu senken.

Die Problematik des im Gefolge der deutschen Vereinigung gewählten Policy-mix zeigte sich am deutlichsten in den Zinssätzen. Ohne entsprechende Abwertungserwartungen gegenüber der DM war es den anderen Mitgliedsländern nicht möglich, sich vom – in ihren Augen durchweg als zu hoch empfundenen – deutschen Zinsniveau zu lösen. Dies schien aber aufgrund immer ernsterer Beschäftigungsprobleme nicht mehr glaubwürdig. Es setzte sich die Annahme durch, daß eine am außenwirtschaftlichen Gleichgewicht (Wechselkursfixierung) orientierte Politik dieser Länder zugunsten einer aktiven Beschäftigungspolitik aufgegeben würde, was durch einseitige Zinssenkungen ab März 1993 genährt wurde. Hinzu kam, daß die entsprechenden Zentralbanken weder unabhängig noch ausschließlich dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet sind. In diesem Fall ergibt sich immer wieder der Anreiz für eine zeitlich inkonsistente Geldpolitik, die dann der Spekulation die notwendige Nahrung verleiht.

Es ist also insbesondere diese Vertrauensasymmetrie, die zur andauernden Krise des EWS beigetragen hat. Diese Einschätzung belegen auch die Beispiele der Niederlande und Österreichs. Beide Länder haben sich durch eine langjährige er-

folgreiche Bindung an die DM das notwendige Vertrauen der Märkte erworben, so daß sie von den spekulativen Wellen gar nicht erst erfaßt wurden.

Wirkungen

Die bisherige Vorgehensweise auf dem Weg zur Währungsunion beruhte in erster Linie auf der „monetaristischen“ Vorstellung, eine Fixierung der Wechselkurse würde quasi automatisch zu einer wirtschaftspolitischen Konvergenz zwischen den beteiligten Mitgliedsländern führen. Dies ist vor dem Hintergrund der Kaufkraftparität und bei Vernachlässigung realer Faktoren längerfristig in der Tat immer dann zu erwarten, wenn sich die Mitgliedsländer dem Zwang des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts bedingungslos unterwerfen, und zwar unter gleichzeitiger Vernachlässigung der nationalen wirtschaftspolitischen Ziele. Mit zunehmender internationaler Kapitalmobilität steigt der Koordinationszwang auch in der kurzen Frist, bis bei vollkommener Integration der Kapitalmärkte die Geldpolitik der beteiligten Länder zu keinem Zeitpunkt mehr voneinander abweichen kann.

Damit ist aber nicht zugleich auch garantiert, daß sich ein solches Festkurssystem zu einer Stabilitätsgemeinschaft entwickelt. Ferner lassen diese allgemeinen Beziehungen offen, welches der beteiligten Länder seine Stabilitätspräferenzen und damit seine nationale Geldpolitik durchsetzen kann. Diese Rolle des n-ten Landes oder der Ankerwährung wurde im EWS von der Bundesrepublik bzw. der DM übernommen. Durch die Fixierung ihres Wechselkurses gegenüber der DM versuchten die anderen Mitgliedsländer des EWS, Stabilität und Vertrauen in die damit verbundene Wirtschaftspolitik zu importieren.

Dieser zuvor beschriebene systemimmanente Koordinations- und Stabilitätsdruck mindert sich je-

doch – wie auch die Anfangsjahre des EWS verdeutlichen – mit der Möglichkeit zu Wechselkurs-(Paritäts-)Anpassungen, wie sie die Ausweitung der Bandbreiten seit dem 1. August 1993 eröffnet. Damit entfällt die Schrittmacherfunktion des EWS – wenn sie denn je bestanden hat –, und das System, das im Prinzip erhalten blieb, erhält einen grundsätzlich anderen Charakter. Es kommt nun primär darauf an, den nationalen Willen zur Stabilität unter Beweis zu stellen, und nicht darauf, Stabilität und Vertrauen von außen zu importieren. Dies entspricht aber in weit stärkerem Maße der „ökonomistischen“ Vorstellung, die eine Währungsunion als den krönenden Abschluß nationaler Koordinations- und Stabilitätsanstrengungen sieht. Die Teilnehmer einer solchen Währungsunion werden dann primär von den Märkten und nicht aufgrund politischer Vorgaben ausgesucht.

Das weitere Vorgehen

Bereits kurz nach den Beschlüssen vom 1. August 1993 wurden Stimmen laut, man wolle (spätestens) bis zum Ende dieses Jahres die Bandbreiten wieder auf die ursprüngliche Marge von $\pm 2,25\%$ vermindern. Dies erscheint jedoch – insbesondere vor dem Hintergrund der Krisenursachen – wenig sinnvoll. Es ist kaum damit zu rechnen, daß die Bundesrepublik bis dahin die eigene Inflationsentwicklung im Griff hat und damit eine weniger restriktive Geldpolitik verfolgen kann. Da auch die Beschäftigungsprobleme in den Partnerländern kaum gelöst sein werden, würde es wohl schnell zu einer neuen Glaubwürdigkeitskrise kommen.

Welche Alternativen stehen aber zur Verfügung?

Beschleunigter Übergang zur Währungsunion. Diese Variante würde zwar interne Währungskrisen ausschließen; sie geht aber zugleich

mit hohen Kosten einher, insbesondere wenn man – trotz aller Kritik – zusätzlich auf eine Prüfung der in Maastricht beschlossenen Konvergenzkriterien verzichtet. Die wirtschaftliche Entwicklung in den Mitgliedsländern hat nämlich bei weitem noch nicht den notwendigen Gleichschritt erreicht, wie gerade die jüngsten Entwicklungen im EWS belegen. Entschließt man sich hingegen zu einer „kleinen Währungsunion“ zwischen solchen Ländern, bei denen man auch heute bereits die Voraussetzungen für einen optimalen (stabilitätsorientierten) Währungsraum als (weitgehend) erfüllt ansieht, so würde dies wohl zu einem Zusammenschluß von Ländern wie etwa Deutschland, den Benelux-Staaten, Österreich und der Schweiz führen. Diese Möglichkeit ist insbesondere bei einer Erweiterung der EG zu sehen, führt aber ansonsten eher von der in Maastricht geplanten Währungsunion weg.

□ Rückkehr zu Kapitalverkehrskontrollen. Ein Argument für Kapitalverkehrskontrollen ließe sich allenfalls dann ableiten, wenn die EWS-Krise (ausschließlich) auf „Self-fulfilling“-Spekulationen zurückzuführen wäre. Hierfür liefert die Ursachenanalyse allerdings kaum Hinweise. Ganz im Gegenteil: Vergangene und künftig erwartete wirtschaftspolitische Maßnahmen sowie deren zeitliche Inkonsistenz haben das Vertrauen in die Stabilitätspräferenzen mancher Länder untergraben und die Krise verursacht. Daneben ist die administrative Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen umstritten. Von besonderer Bedeutung sind ferner die negativen Rückwirkungen auf den Binnenmarkt, der für den entscheidenden Bereich des Kapitals damit wieder außer Kraft gesetzt würde. Jüngste Äußerungen französischer Politiker, die sich als Eintreten für erneute Kapitalverkehrsbeschränkungen interpretieren lassen,

dokumentieren eindrucksvoll die immer noch vorhandenen ordnungspolitischen Divergenzen in der EG und werden die Spekulation gegen den Franc eher wieder anheizen.

□ Beibehaltung der weiten Bandbreiten. Diese Option erscheint als die tragfähigste und sinnvollste, und zwar mindestens so lange, wie die nationalen Notenbanken nicht unabhängig sind und als einziges Ziel Preisniveaustabilität verfolgen. Solange diese Situation nicht erreicht ist, wird es immer wieder zu Glaubwürdigkeitskrisen kommen, da die Marktteilnehmer damit rechnen, daß die Stabilitätspolitik zugunsten der Beschäftigungspolitik „geopfert“ wird. Das Vertrauen in die eigene Stabilitätspolitik können die Mitgliedsländer gerade bei erweiterten Bandbreiten schaffen und nachhaltig stärken, da nun die eigenen Entscheidungen im Vordergrund stehen. Man kann sich nun nicht länger an einen fremden Stabilitätsanker klammern, sondern muß die eigenen Schwimmkünste unter Beweis stellen.

Vorzüge weiter Bandbreiten

Dies muß auch nicht zwangsläufig zu einer höheren Wechselkursvolatilität oder zu einem Misalignment der Wechselkurse führen. Das hier häufig vorgebrachte Beispiel des US-Dollars mit Auf- und Abwertungsphasen von bis zu 50% trägt kaum. Wechselkursschwankungen spiegeln nämlich in aller Regel divergierende wirtschaftspolitische Entwicklungen in den beteiligten Ländern wider. Ist der Wille zur Konvergenz in Europa aber wirklich so groß, wie häufig propagiert, dann wird dies automatisch zur Stabilität der Wechselkurse führen. Kommt es hingegen doch erneut zu erheblichen Divergenzen zwischen den Mitgliedsländern, so lassen sich diese durch nominale Wechselkursanpassungen leichter ausgleichen als über andere Anpassungskanäle. Weite Bandbrei-

ten eröffnen zudem die Möglichkeit einer sanften Anpassung im Vergleich zu den bisher erlebten sprunghaften Paritätsänderungen. Anpassungen innerhalb bzw. bei Überlappen der Bandbreiten vermeiden zudem ungefährdete Spekulationsgewinne.

Selbst wenn es nach einer Konsolidierungsphase zu größeren Schwankungen des nominalen Wechselkurses als die bisher (kurz- bis mittelfristig) bekannten 2,25% kommen sollte, sind davon keine negativen Rückwirkungen auf den Binnenmarkt zu erwarten. Dies um so weniger, als zum Beispiel die realen Wechselkurse im EWS in der Zeit von 1987 bis September 1992 für einige Länder zwischen 10 und 30 Prozentpunkte gegenüber der DM abwichen. Dies verdeutlicht, daß Preisniveaustabilität für die Wettbewerbssituation und den Binnenmarkt notwendiger ist, als nominale Wechselkursstabilität. Die Stabilität der Wechselkurse wird sich als Folge allgemeiner Preisniveaustabilität automatisch einstellen.

Ähnlich wie im Jahre 1973, als das Fixkurssystem von Bretton Woods zerbrach, hat die Deutsche Bundesbank durch die Ausweitung der Bandbreiten im EWS nun die Möglichkeit, den Kampf gegen die hartnäckige Inflation in der Bundesrepublik erfolgreich zu führen. Dies bedeutet nicht zugleich auch, das Ziel der Währungsunion grundsätzlich aufzugeben. Zunächst gilt es allerdings, das Vertrauen in das EWS durch eine eigenständige Stabilitätspolitik in allen Mitgliedsländern wieder zu stärken, um dann zu einem nicht vorgegebenen Zeitpunkt mit denjenigen Ländern eine Währungsunion einzugehen, die vor dem Hintergrund bestimmter Konvergenzkriterien den Test der Märkte – und dazu zählen insbesondere auch die Finanzmärkte – erfolgreich bestehen.