

Jarchow, Hans-Joachim

Article — Digitized Version
Zum Post-EWS-System

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Jarchow, Hans-Joachim (1996) : Zum Post-EWS-System, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 76, Iss. 10, pp. 526-529

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137398>

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.

Hans-Joachim Jarchow

Zum Post-EWS-System

Der Termin für das Inkrafttreten der Europäischen Währungsunion rückt näher. Es gilt jedoch als sicher, daß zu diesem Zeitpunkt nicht alle Länder des heutigen Europäischen Währungssystems die Eintrittskriterien erfüllen werden. Damit wird eine Gestaltung der Wechselkursbeziehungen zwischen diesen Ländern und den „EWU-Startern“ unumgänglich. Sollte hierbei der Interventionsvariante oder der Konvergenzvariante der Vorzug gegeben werden?

Aller Voraussicht nach wird die Europäische Währungsunion zunächst mit einer Kernunion beginnen, die nicht alle 15 EU-Mitglieder umfaßt. Zu den Kernmitgliedern, den sogenannten „Ins“, könnten Deutschland, Frankreich, die Benelux-Länder und Österreich gehören sowie Dänemark, falls dazu bereit, und vielleicht auch Irland. Wird die Mitgliedschaft in der Währungsunion zunächst auf einige EU-Länder beschränkt, dann bleibt zu klären, wie die Wechselkursbeziehungen zwischen den „Ins“ und den „Outs“ zu gestalten sind¹.

Interventions- und Konvergenzvariante

Die unterschiedlichen Möglichkeiten einer Wechselkursgestaltung lassen sich durch zwei gegensätzliche Varianten verdeutlichen: die *Interventionsvariante* und die *Konvergenzvariante*. Erstere stellt eine weitgehende Wechselkursstabilisierung zwischen den Währungen der Peripherieländer und dem Euro durch Devisenmarktinterventionen, gestützt durch Beistandsverpflichtungen der Europäischen Zentralbank, in den Vordergrund. Letztere betont die Notwendigkeit rechtzeitiger Wechselkursanpassungen sowie die Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung als Vorbedingung für eine Wechselkursstabilisierung und setzt auf eigene Anstrengungen der Peripherieländer.

Bekanntlich sind Devisenmarktinterventionen zur Stabilisierung bzw. Beeinflussung von Wechselkursen

nur wenig wirksam, wenn die internationalen Kapitalmärkte nahezu vollkommen sind (eine für die Realität weitgehend zutreffende Annahme) und die Auswirkungen von Devisenmarktinterventionen auf die heimische Geldmenge durch entgegengerichtete geldpolitische Maßnahmen neutralisiert werden². Demgegenüber sind sie wirksam – auch im Grenzfall vollkommener internationaler Kapitalmärkte –, wenn keine Neutralisierung der Geldmengeneffekte vorgenommen wird. In diesem Fall führen Devisenmarktinterventionen im Starkwährungsland zu einer Expansion und im Schwachwährungsland zu einer Kontraktion der Geldmenge mit der Folge, daß sich im Starkwährungsland Preissteigerungs- und im Schwachwährungsland Preissenkungstendenzen einstellen. Die hiermit einhergehende Zahlungsbilanzanpassung trägt zwar zu einer längerfristigen Wechselkursstabilisierung bei, hat aber für das Starkwährungsland einen hohen Preis: nämlich den Verlust der Geldmengenkontrolle und eine damit einhergehende Inflationierung. Dieses bedeutet insbesondere auch, daß sich die inflatorischen Auswirkungen einer expansiven Geldpolitik in Schwachwährungsländern durch die Wechselkursstabilisierung auf die Starkwährungsländer übertragen.

Eine ähnliche Problematik ergibt sich auch, wenn sich in einem Land aufgrund eines sogenannten asymmetrischen Schocks ein Zahlungsbilanzdefizit einstellt, dessen Beseitigung eine reale Abwertung erfordert. Wird in diesem Fall der Wechselkurs durch

Professor Dr. Hans-Joachim Jarchow, 61, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftstheorie, am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Volkswirtschaftliches Seminar der Universität Göttingen mit den Forschungsschwerpunkten Geldtheorie und -politik, Monetäre Außenwirtschaftstheorie und Internationale Währungspolitik.

¹ Vgl. zu diesem Problemkreis auch B. Duijm, B. Herz: Das EWS II – ein Europäisches System à la Bretton Woods?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 76. Jg. (1996), H. 5, S. 233 ff.

² Allerdings ergeben sich aus neutralisierten Devisenmarktinterventionen auch bei vollkommenen Kapitalmärkten Wechselkurseffekte, wenn dadurch Wechselkurerwartungen verändert werden. Dieses erscheint möglich, wenn mehrere Zentralbanken gemeinsam und gleichgerichtet intervenieren und damit bekunden, daß sie bestimmte Wechselkurse als nicht mit den Fundamentalfaktoren vereinbar ansehen.

nicht-neutralisierte Interventionen stabilisiert und damit die Anpassung durch eine nominale Abwertung unterbunden, dann ergibt sich im Defizitland als Folge einer Geldmengenkontraktion ein deflationärer und im Überschußland als Folge einer Geldmengenexpansion ein inflationärer Druck. Offenbar besteht für das Überschußland zwischen Wechselkurs- und Preisstabilisierung ein Trade-off.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen und im Hinblick auf die Europäische Währungsunion erscheint es plausibel, daß diejenigen, die der Kaufkraftstabilität des Euro Priorität einräumen, für rechtzeitige Wechselkursanpassungen zwischen dem Euro und den Währungen der Peripherieländer plädieren (wie die Deutsche Bundesbank) und deshalb die Konvergenzvariante präferieren. Demgegenüber möchten diejenigen, die sich als potentielles Mitglied einer Kernunion für eine weitgehende Wechselkursstabilisierung gegenüber den Währungen der Peripherieländer einsetzen und deshalb der Interventionsvariante zuneigen, eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Kernländer durch Abwertungen der Peripherieländer vermeiden (wie auf französischer Seite).

Interventionen und Euro-Geldbasis

Inwieweit bei Devisenmarktinterventionen mit Peripheriewährungen und der Euro-Währung letztlich mehr die Interventionsvariante oder die Konvergenzvariante zum Zuge kommt, hängt auch vom Umfang der Interventionen ab, wird aber vor allem dadurch bestimmt, ob sie mit Geldmengenänderungen einhergehen oder nicht. Aus der Sicht der Kernunion (und diese steht hier im Vordergrund) ist dabei entscheidend, ob mit Devisenmarktinterventionen zwangsläufig Veränderungen der Euro-Geldbasis, d.h. der monetären Basis der Europäischen Zentralbank (EZB), einhergehen; denn diese übt einen maßgeblichen Einfluß auf die Euro-Geldmenge aus. Die Euro-Geldbasis wird tangiert, z.B. erhöht, wenn die EZB Peripheriewährungen gegen Euro ankauft. Sie wird aber auch erhöht, wenn Zentralbanken von Peripherieländern ihre Währungen auf Devisenmärkten

gegen Euro erwerben und dazu Forderungen an die EZB (z.B. Einlagenzertifikate) auflösen oder Interventionskredite bei der EZB aufnehmen³. Sie wird nur dann nicht tangiert, wenn die Zentralbanken von Peripherieländern Euro-Reserven am Markt angelegt haben (z.B. bei Geschäftsbanken der Kernunion) und diese zur Finanzierung von Euro-Verkäufen auf dem Devisenmarkt auflösen.

Für die Frage, ob mit Devisenmarktinterventionen zwangsläufig Veränderungen der Euro-Geldbasis verbunden sind, ergibt sich also folgendes: Werden Devisenmarktinterventionen gleichzeitig von der EZB und einem Peripherieland vorgenommen, erfolgen sie also symmetrisch (wie bei obligatorischen Interventionen im EWS), dann *wird* sich dabei die Euro-Geldbasis ändern – schon wegen der Beteiligung der EZB. Werden sie demgegenüber nur von einem Peripherieland vorgenommen, sind sie also asymmetrisch⁴ (wie im früheren Bretton-Woods-System auf den Dollar-Märkten, an denen die amerikanischen Währungsbehörden nur ausnahmsweise intervenierten), dann *kann* sich dabei die Euro-Geldbasis ändern. Asymmetrische Interventionen gewährleisten also keineswegs, daß davon die Euro-Geldmenge unberührt bleibt.

Unter der realistischen Annahme, daß sich die Peripherieländer typischerweise als Schwachwährungsländer erweisen, wird die Euro-Geldmenge um so mehr durch Interventionen der Peripherieländer beeinflusst, je großzügiger ihre Finanzierungsfazilitäten bei der EZB geregelt werden, d.h. je größer der Kreditrahmen und je länger die Laufzeiten der EZB-Kredite sind. Das geldpolitische Problem der EZB liegt dann – trotz ihrer Abstinenz am Devisenmarkt – darin, daß die kreditfinanzierten Interventionsverkäufe von Euro-Guthaben durch Peripherieländer die Euro-Geldbasis erhöhen und sich für die EZB Schwierigkeiten ergeben können, diese Einflüsse im Sinne einer Geldmengenkontrolle zu neutralisieren. Derartige Probleme lassen sich nur dadurch ausschließen, daß die EZB prinzipiell nicht interveniert und auch keine Interventionskredite gewährt. In diesem Fall könnten Peripherieländer nur aus eigener Kraft, d.h. durch Einsatz ihrer Währungsreserven, auf dem Devisenmarkt intervenieren.

Letztlich stehen sie dann aber vor der Alternative, sich entweder dem preisniveaustabilen Kurs der EZB anzuschließen, was zur Konvergenz ihrer wirtschaftlichen Entwicklung mit der Kernunion beiträgt, oder bei anhaltenden Zahlungsbilanzdefiziten mit Ländern der Kernunion gegenüber dem Euro abzuwerten. Diese Konstellation entspricht somit der Konvergenz-

³ Bei der Tilgung von in Euro ausgedrückten EZB-Krediten tritt umgekehrt eine Senkung der Euro-Geldbasis ein. Unterschiede gegenüber den in ECU umgerechneten Interventionskrediten im Rahmen des EWS-Systems bestehen insofern, als sich bei einer Abwertung der Schuldnerwährung vor Tilgung der Interventionsverbindlichkeiten die Abwertungsverluste bei Krediten in ECU (einer Korbwährung) auf Schuldner und Gläubiger verteilen, während sie bei Euro-Krediten allein den Schuldner belasten.

⁴ Bei asymmetrischen Interventionen auf Devisenmärkten der Peripherieländer werden die Wechselkurseffekte durch die Devisenarbitrage auf die Devisenmärkte der Kernunion übertragen.

variante, bei der Devisenmarktinterventionen im wesentlichen nur die Aufgabe zufällt, erratische bzw. kurzfristig reversible Wechselkursausschläge zu dämpfen.

Bisherige Erfahrungen

Bei der Entscheidung, ob das Post-EWS-System mehr in Richtung zur Interventionsvariante oder zur Konvergenzvariante entwickelt wird, sollten die bisherigen Wechselkurs- und Interventionserfahrungen beachtet werden. Sowohl die Erfahrungen mit dem Bretton-Woods-System als auch mit dem EWS-System zeigen – zumindest aus deutscher Sicht – dreierlei: Erstens wurden Paritäts- und Leitkursänderungen – nicht zuletzt aus politischen Gründen – nicht selten zu spät vorgenommen. Zweitens erwiesen sich Devisenmarktinterventionen im Endergebnis häufig als unwirksam, da dann letztlich doch eine Paritäts- bzw. Leitkursänderung erfolgen mußte, wobei die Einbahnspekulation zwischenzeitlich Spekulationsgewinne zu Lasten der Währungsbehörde und damit zum Nachteil des Steuerzahlers ermöglichte. Drittens beeinträchtigten Devisenmarktinterventionen durch ihre Geldmengeneffekte immer wieder die Antiinflationpolitik.

Im Rahmen des EWS-Systems wurde die Interventionsproblematik durch die Modifikation der ursprünglichen Regelungen im Rahmen des Basel-Nyborg-Abkommens – ein Schritt in Richtung auf die Interventionsvariante – verstärkt. Aufgrund der entsprechenden Vereinbarungen aus dem Jahre 1987 wurde die sehr kurzfristige Finanzierung obligatorischer Interventionen durch Ausdehnung der Laufzeiten und Aufstockung der Verschuldungsplafonds erleichtert und die Einbeziehung intramarginaler Interventionen in die sehr kurzfristige Finanzierung grundsätzlich ermöglicht⁵.

Konstruktionselemente eines Post-EWS-Systems

Hier wird unter Berücksichtigung bisheriger Erfahrungen für eine Entwicklung in entgegengesetzter Richtung plädiert. Konkretisiert entspricht dem ein

⁵ Siehe hierzu genauer Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1987, S. 66-72.

⁶ Für ein Initiativrecht der EZB bei Leitkursänderungen hat sich die Bundesbank ausgesprochen; vgl. H. Tietmeyer: Europäische Geldpolitik in globalen Märkten, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 27 vom 30. April 1996, S. 5. Neumann konkretisierte dann diese Anregung in der Weise, daß nur von seiten der EZB eine Leitkursanpassung vorgeschlagen werden darf und die EZB ihren Vorschlag veröffentlichen kann, wenn der Rat der Finanzminister (ECOFIN) ihm nicht folgt; vgl. M. Neumann: The ins and outs of EMU, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 42 vom 1. Juli 1996, S. 6.

Post-EWS-System mit folgenden Konstruktionsmerkmalen:

Zwischen den Peripherieländern und der Kernunion sollten Leitkurse für die Währungen der Peripherieländer gegenüber dem Euro vereinbart werden. Für Leitkursänderungen sollte die EZB zur Entpolitisierung dieses Vorgangs ein Initiativrecht in Form eines Vorschlagsrechts erhalten⁶.

Entsprechend dem EWS-System sollte für Wechselkursschwankungen der Peripheriewährungen gegenüber dem Leitkurs eine weite Bandbreite, z.B. von $\pm 15\%$, zulässig sein, es sollten aber auch als Ausnahme frei bewegliche Wechselkurse gestattet werden. Da eine Bandbreite von $\pm 15\%$ gegenüber dem Euro für die Wechselkursbeziehungen zwischen den Peripheriewährungen eine Schwankungsbreite von rund $2 \times \pm 15\%$ impliziert, sollte eine Einengung dieser Schwankungsbreite, z.B. auch auf $\pm 15\%$, vereinbart werden⁷. Andernfalls wäre die Schwankungsbreite von Peripheriewährungen untereinander doppelt so groß wie im gegenwärtigen EWS-System.

Die weite Bandbreite gibt Peripherieländern die Möglichkeit, eine länderspezifische Wechselkurspolitik zu betreiben. Sie könnten z.B. bei entsprechenden Konvergenzfortschritten – dem Vorbild Österreichs mit seiner Wechselkursstabilisierung gegenüber der D-Mark bis zu seiner Mitgliedschaft im EWS folgend – eine enge Wechselkursanbindung an den Euro durch Devisenmarktinterventionen aus eigener Kraft realisieren.

Die EZB sollte nicht verpflichtet werden, auf dem Devisenmarkt Interventionsverkäufe von Euro vorzunehmen, ihr sollte aber das Recht dazu eingeräumt werden. Anlaß für EZB-Interventionen könnte z.B. dann bestehen, wenn sich bei Peripherieländern deutliche Fortschritte hinsichtlich der Erfüllung der Konvergenzkriterien zeigen⁸ und keine „Fundamentalfaktoren“ für eine Wechselkursanpassung sprechen. Die EZB würde dann durch ihre Unterstützung signalisieren, daß sich bei dem betreffenden Peripherieland eine Mitgliedschaft in der Kernunion abzeichnet, und so die Wechselkuserwartungen stabilisieren.

Wenn Währungsbeistand zwischen Peripherieländern und EZB zur Finanzierung von Interventionen

⁷ Es würde sich damit innerhalb der EU ein Wechselkursverbund ergeben, wie er Anfang der 70er Jahre in Form der „Währungsschlinge im Tunnel“ bestand; vgl. hierzu genauer H.-J. Jarchow, P. Rühmann: Monetäre Außenwirtschaft II. Internationale Währungspolitik, 3. überarbeitete und erweiterte Auflage, Göttingen 1993, S. 288-290.

⁸ Siehe hierzu auch M. Neumann, a.a.O., S. 6.

vereinbart wird, sollten Umfang und Laufzeit der Interventionskredite restriktiver geregelt werden als im gegenwärtigen EWS-System mit seinem unbegrenzten Zugang zur Fazilität der sehr kurzfristigen Finanzierung und Rückzahlungsfristen von dreieinhalb Monaten bei zweimaliger Verlängerungsmöglichkeit um jeweils drei weitere Monate⁹. Insbesondere sollte der EZB die Möglichkeit eingeräumt werden, die Gewährung von Euro-Krediten zu suspendieren, wenn damit finanzierte Devisenmarktinterventionen die Kontrolle der Euro-Geldmenge und damit die Kaufkraftstabilität des Euro bedrohen. Die vereinbarten Kreditfazilitäten würden dann für die EZB einen Rahmen darstellen, den sie für die Gewährung von

Euro-Interventionskrediten ausnutzen kann, aber nicht muß¹⁰.

Erfüllt ein Peripherieland die Ansprüche der Konvergenzkriterien im gleichen Maße wie vorher die Kernländer, und dieses schließt eine zweijährige Wechselkursstabilität in der normalen, d.h. engen Bandbreite von $\pm 2,25\%$ um den Euro ein, dann wird es Mitglied der Kernunion.

Die strikte Ausrichtung der Vorschläge an der Konvergenzvariante ist durch eine „deutsche Perspektive“ mitgeprägt. Sie mißt der Preisniveaustabilisierung nicht zuletzt aufgrund der negativen Erfahrungen mit zwei großen Inflationen und den positiven Erfahrungen mit der D-Mark einen hohen Rang zu. Aus dieser Sicht hängt der Erfolg der Kernunion wesentlich von der Kaufkraftstabilität des Euro ab, und der Erfolg der Kernunion ist Voraussetzung für den Erfolg einer größeren Währungsunion. Mögliche, mehr oder weniger nur temporäre Erschwernisse für den Außenhandel, wie sie die Interventionsvariante vermeiden möchte, erscheinen demgegenüber nachrangig.

⁹ Bei Verlängerung sind Verschuldungsplafonds zu beachten, die im bereits zitierten Basel-Nyborg-Abkommen verdoppelt wurden.

¹⁰ Im Prinzip wäre das eine Regelung, wie sie bis zur zweiten Stufe der Realisierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion für Bundesbankkredite an öffentliche Haushalte bestand. Das Bundesbankgesetz sah bis dahin (in § 20) für Kredite an öffentliche Haushalte wie dem Bund, die Länder u.a. Plafonds vor, die als Höchstgrenzen einzuhalten waren, aber nicht zur Kreditgewährung verpflichteten.