

Währungspolitik

DETLEV RAHMSDORF

Das Jahr 1993 brachte für die monetäre Zusammenarbeit in Europa neben richtungsweisenden Fortschritten erneute Rückschläge. Wer geglaubt hatte, mit den Devisenmarkt-Turbulenzen im Herbst 1992 sei das Schlimmste für das Europäische Währungssystem (EWS) ausgestanden, sah sich getäuscht. Erneut gerieten die EWS-Schwachwährungen mit fundamentalen Ungleichgewichten an den Devisenmärkten unter Verkaufsdruck. Im Falle der spanischen Peseta und des portugiesischen Escudos erwiesen sich alle Interventionen angesichts massiver Abgaben als wirkungslos. Im Mai wurde die Peseta bereits zum dritten Mal und der Escudo zum zweiten Mal seit Beginn der EWS-Krise — diesmal um 8% bzw. um 6,5% — abgewertet. Auch der französische Franc geriet in das Blickfeld des Geschehens an den Devisenmärkten, trotz im Grunde günstiger Fundamentaldaten. Allerdings erweckte das ständige Drängen auf Zinssenkung beim deutschen Nachbarn und manche voreilige Vorstellungen von der Übernahme der Ankerrolle im EWS durch den französischen Franc Zweifel an der Solidität der französischen Stabilitätspolitik. Zunächst konnten die spekulativen Attacken durch intramarginale Interventionen und eine erneute gemeinsame Erklärung der Banque de France und der Bundesbank abgewehrt werden.

Nach dem positiven zweiten dänischen Referendum kehrte nur für kurze Zeit relative Ruhe in das Europäische Währungssystem ein, und der französische Franc konnte sich angesichts des wachsenden Vertrauens in den weiteren europäischen Integrationsprozeß gegenüber der D-Mark erholen. Je mehr die sich verschlechternde Wirtschaftslage Deutschlands in das öffentliche Blickfeld rückte und je mehr die Banque de France mit isolierten Zinssenkungen und durch die Einbringung der Autonomiegesetzgebung ihren neugewonnenen geldpolitischen Spielraum unter Beweis zu stellen versuchte, desto lauter wurde die Ablösung der D-Mark als EWS-Ankerwährung durch den französischen Franc diskutiert. Als bald wurde jedoch offenbar, daß diese Erwartungen jeder Grundlage entbehrten und eine Abkoppelung vom deutschen Zinsniveau nur in engen Maßen möglich war. Als die Bundesbank Ende Juli den an sie gerichteten weitreichenden Zinssenkungserwartungen nicht entsprach, stürzte das EWS und der Prozeß der Währungsunion mit der Erweiterung der Bandbreiten kurzfristig in eine erneute existentielle Krise. Die Erholung aus dem Stimmungstief erfolgte jedoch schneller als erwartet, denn der befürchtete Abwertungswettlauf und die Nutzung des scheinbar neuen Spielraums für Geld- und Finanzpolitik traten nicht ein.

Der Wunsch, auf dem gewählten Weg zu einem monetär geeinten Europa voranzuschreiten, wurde zudem durch den Entschluß der Staats- und Regierungschefs untermauert, den Sitz des Europäischen Währungsinstituts (EWI) und der zukünftigen Europäischen Zentralbank (EZB) nach Frankfurt zu vergeben. Diese vertrauensbildende Maßnahme hat zumindest einige der Bedenken zerstreut, die sich mit dem Eintritt in die zweite Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) am 1. Januar 1994 verbanden.

Erneute EWS-Krise im Sommer 1993

Das zu Beginn des Jahres 1993 bereits totgesagte EWS zeigte sich widerstandsfähiger als erwartet. Trotz großer Anspannungen konnte bis zum Beginn des Sommers ein Kollaps verhindert werden, da die währungspolitisch Verantwortlichen auf die Krisensymptome an den Devisenmärkten diesmal flexibel und pragmatisch reagierten. So wurden die Währungen der weniger preisstabilen Länder mit fundamentalen Ungleichgewichten abgewertet, während die Leitkurse der Hartwährungsländer konsequent verteidigt wurden. Frankreich und Deutschland verstärkten nochmals ihre geldpolitische Zusammenarbeit und die Bundesbank entlastete das EWS mit ihrer Politik der Trippelschritte, soweit dies mit den eigenen stabilitätspolitischen Notwendigkeiten im Einklang stand. Dies gab auch den anderen Teilnehmerländern Spielraum für Leitzinssenkungen, obwohl einigen die deutsche geldpolitische Lockerung zu langsam voranging¹.

Im Ausland wurde die Abhängigkeit vom EWS-Anker D-Mark weiterhin sehr zwiespältig gesehen: "Hors d'Allemagne, la Bundesbank provoque autant d'admiration que de crainte"². Die hitzig geführte Debatte um die Zukunft des Festkurssystems neigte sich zugunsten derjenigen, die im Rahmen des bestehenden EWS-Regelwerks für eine zügige und flexible Anwendung der Anpassungsmechanismen (Interventionen, Zinsmaßnahmen, Realignments) plädierten. Geschwächt wurde das EWS in den ersten Monaten des letzten Jahres neben der Ungewißheit über den Fortgang des Ratifizierungsverfahrens durch die Unsicherheit über die zukünftige Wirtschafts- und Währungspolitik der schon vor den französischen Parlamentswahlen Ende März auf einen sicheren Wahlsieg zustrebenden konservativen Parteien. Angesichts der rekordhohen Arbeitslosigkeit in Frankreich und der ungeklärten Frage, ob und wann die Banque de France tatsächlich in die Unabhängigkeit entlassen werden sollte, wurde eine Abkehr von der bis dato erfolgreichen Stabilitätspolitik nach den Wahlen nicht ausgeschlossen. Der Franc geriet in einen Abwärtsstrudel. Als sich diese Befürchtungen als unbegründet erwiesen und die neue Regierung einen Gesetzentwurf für die Autonomie der Banque de France einbrachte, konnte sich der Franc an den Devisenmärkten deutlich befestigen. Im Gegensatz zu früher reagierten die Märkte auf die vorsichtige französische Zinssenkungspolitik nun sogar mit Franc-Käufen³. Rückenwind bekam die französische Valuta zudem durch den positiven Ausgang des zweiten Maastricht-Referendums in Dänemark. Nachdem die Währungsunion

bereits in weite Ferne gerückt schien, gewann der Integrationsprozeß hierdurch erneut an Dynamik.

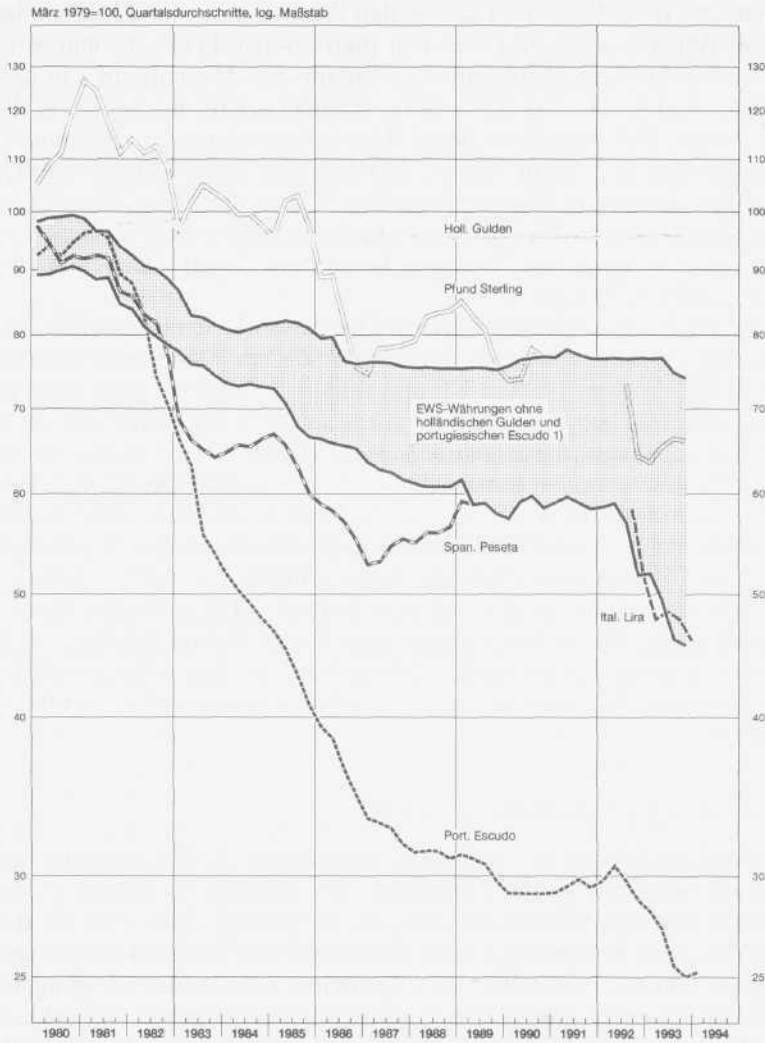
Im Verlauf häuften sich Äußerungen, daß angesichts einer französischen Inflationsrate, die schon seit geraumer Zeit deutlich unter der deutschen lag, die Rolle der Ankerwährung im EWS dem französischen Franc zukommen müsse. Die französische Zentralbank nutzte jedenfalls den Meinungsumschwung, um ihren Interventionssatz von 9,1% Mitte April in relativ rascher Folge bis auf 6,75% Anfang Juli zurückzunehmen. Damit lagen deutsche und französische Geldmarktzinsen auf einem Niveau. Mit teilweise unverhohlener Genugtuung wurden die deutschen Wirtschaftsprobleme und die Schwächeneigung der D-Mark kommentiert. Nicht nur in angelsächsischen und in französischen, sondern auch in deutschen Zeitungen konnte man lesen: "Der D-Mark droht Abstieg in die zweite Liga"⁴.

In der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion kam es daraufhin zu einer Neuauflage der Fragestellung nach den konstitutiven Merkmalen einer Ankerwährung. Im Ergebnis bestand Übereinstimmung, daß eine Leit- oder Ankerwährungsrolle von den Märkten nicht allein aufgrund jüngst erworbener stabilitätspolitischer Erfolge zugeteilt wird. Neben Faktoren wie der Größe des Landes, der Bedeutung des Außenhandels und der Rolle der Währung als Reserve- und Anlagemedium wird die Ankereigenschaft durch ein über einen langen Zeitraum gewonnenes Vertrauen in die Preisstabilität des entsprechenden Währungsraums determiniert⁵. Die meisten Marktteilnehmer schienen jedenfalls überzeugt, daß die gegenwärtigen Stabilitätsprobleme der D-Mark vorübergehender Natur seien. Die unabhängige Bundesbank würde sich ihrem Stabilitätsauftrag weiterhin verpflichtet fühlen. Die zu starke Abkoppelung der französischen Geldmarktzinsen vom deutschen Zinsniveau mußte daher über kurz oder lang den Franc gefährden.

Die Erweiterung der Bandbreiten im EWS

Bereits Anfang Juli wuchs an den Devisenmärkten die Überzeugung, daß die sich weiter beschleunigende Talfahrt der europäischen Volkswirtschaften nur noch durch deutliche Leitzinssenkungen zu stoppen sei⁶. Falls nicht die Bundesbank durch eine Reduzierung ihrer Sätze den am Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern zinspolitischen Spielraum verschaffte, so glaubten die Märkte, müßten diese ihre Wechselkursorientierung aufgeben und unbeschadet einer Abwertung ihrer Währungen ihrerseits deutliche Zinssenkungen einleiten. Das Dilemma waren in dieser Situation weniger als früher divergierende wirtschaftspolitische Prioritäten der EWS-Mitgliedsländer, sondern lagebedingte unterschiedliche Anforderungen an die nationalen Geldpolitiken. Länder mit niedrigen Inflationsraten (Belgien, Dänemark, Frankreich) mußten eine wesentlich restriktivere Geldpolitik als stabilitätspolitisch notwendig durchhalten, um die Parität gegenüber der inflationsgeschwächten D-Mark zu verteidigen. Als die

Längerfristige Wechselkursentwicklung der EWS-Währungen gegenüber der D-Mark



1 Dargestellte Spanne bemißt sich nach der jeweils stärksten und schwächsten Partnerwährung der D-Mark. Einschließlich spanische Peseta ab Juni 1989 und Pfund Sterling von Oktober 1990 bis September 1992; italienische Lira bis September 1992.

Quellen: Deutsche Bundesbank, EG-Kommission, OECD und nationale Statistiken.

Bundesbank aufgrund ihres Stabilitätsauftrags dem Erwartungsdruck vor allem des Auslands in ihrer Sitzung des Zentralbankrates am 29. Juli nicht nachkam, kam es an den Devisenmärkten zu einer krisenhaften Zuspitzung. Trotz massiver Interventionen — die Bundesbank verzeichnete Devisenzuflüsse in Höhe von 60 Mrd. DM und die Banque de France verlor sämtliche Währungsreserven — sahen sich die EG-Finanzminister und Notenbankgouverneure am 2. August gezwungen, die Bandbreiten (mit Ausnahme der D-Mark/Gulden-Parität) von $4\frac{1}{2}$ bzw. 12% auf 30% zu erweitern. Insbesondere von angelsächsischen Beobachtern wurde dieses De-facto-Floating als Tod des Europäischen Währungssystems und als "good news" gewertet⁷.

Der vom deutschen Finanzminister als "Befreiungsschlag" bezeichneten Brüsseler Währungsentscheidung ging eine kontroverse Auseinandersetzung voraus, in der sich andere Varianten als nicht konsensfähig erwiesen. So hatte Frankreich vorgeschlagen, die D-Mark zeitweise aus dem Europäischen Währungssystem zu nehmen. Dies scheiterte allerdings am Widerstand anderer Hartwährungslander⁸.

In der Folge kam es weder zu dem befürchteten Abwertungswettlauf noch nutzten die zuvor hart attackierten Länder (Belgien, Dänemark, Frankreich) ihren neugewonnenen Spielraum zu raschen Leitzinssenkungen. Dies wurde als Zeichen für einen neuen Stabilitätskonsens gedeutet, aber auch für das Festhalten an den Plänen zur Wirtschafts- und Währungsunion. Die unveränderte Orientierung an den Kernelementen des Europäischen Währungssystems hat den Rückfall in ungeordnete Währungsverhältnisse verhindert⁹. Gleichwohl ist die europäische Währungspolitik mit der Bandbreitenerweiterung in ein neues Stadium getreten, zumal eine schnelle Rückkehr zu den engen Bändern entgegen dem Wortlaut des Brüsseler Kommuniqués, das von vorübergehender ("temporarily") Maßnahme spricht, nicht zu erwarten ist.

Häufig wurde "die Spekulation" — vor allem die aus dem angelsächsischen Raum — für die Turbulenzen verantwortlich gemacht. Vorschläge, mit Mitteln von Kapitalverkehrsbeschränkungen und Devisenkontrollen "Sand ins Getriebe zu streuen"¹⁰, sind allerdings frühzeitig von den Währungsverantwortlichen zurückgewiesen worden. Zu offensichtlich ist, daß derartige Maßnahmen sowohl gegen die Grundprinzipien des gemeinsamen Binnenmarktes (Freiheit des Kapitalverkehrs) verstoßen würden als auch angesichts der Globalität und Interdependenz der Kapitalmärkte kaum effizient angewendet werden könnten¹¹. Vorerst wird man sich wohl damit zufriedengeben, daß bei einer Bandbreite von insgesamt 30% und Leitkursen, die durch die "Fundamentals" weitgehend gedeckt sind, spekulativen Attacken wenig Angriffsflächen geboten werden.

Urteil des Bundesverfassungsgerichts und Europäisches Währungsinstitut

Mit der Billigung des Maastrichter Vertrages durch das deutsche Bundesverfassungsgericht Mitte Oktober 1993 konnte das langwierige Ratifizierungsverfahren abgeschlossen werden. Damit trat mit zehn Monaten Verspätung der Vertrag

über die Europäische Union am 1. November 1993 in Kraft. Das Gericht unterstrich, daß die Wirtschafts- und Währungsunion eine Stabilitätsgemeinschaft sein müsse, und daß der Eintritt eines Mitgliedslandes in die dritte Stufe ohne strikte Erfüllung der Konvergenzkriterien nicht möglich sein dürfe. Ausdrücklich hat es hierbei die Entschließung des Bundestages begrüßt, der eine enge und restriktive Auslegung der Kriterien anmahnt und sich zu gegebener Zeit ein für das Stimmverhalten der Bundesregierung bindendes Votum über die Einhaltung der Konvergenzkriterien vorbehält. Deutlich stellt das Bundesverfassungsgericht klar, daß die Einhaltung der Kriterien wichtiger ist als die Einhaltung des Zeitplanes. Letztendlich hat das Gericht jedoch die "Errichtungsgenehmigung für Europa" ausgesprochen¹².

Ende Oktober einigten sich schließlich die EG-Staats- und Regierungschefs auf einem Sondergipfel in Brüssel nach langen und kontroversen Verhandlungen auf Frankfurt als Standort für das Europäische Währungsinstitut und die zukünftige Zentralbank. Damit orientiert sich die Konzeption der künftigen Europäischen Zentralbank nicht nur am "Erfolgsmodell Bundesbank", sondern macht sich zudem den "genius loci" des Frankfurter Platzes zunutze¹³. Letztendlich räumten auch die anderen Länder ein, daß mit der Standortvergabe ein Signal für die künftige Währungsstabilität in ganz Europa gesetzt wurde.

Eintritt in die zweite Stufe der WWU

Durch das Inkrafttreten des Vertrages über die Europäische Union sind plangemäß am 1. Januar 1994 die Regelungen über die zweite Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion wirksam geworden. Im Schatten des unerwartet langen und schwierigen Ratifikationsprozesses und der Debatte über das Endziel einer europäischen Einheitswährung ist die Übergangs- und Vorbereitungsphase lange unterschätzt worden, denn mit dem Beginn dieses Jahres sind neben der Gründung des Europäischen Währungsinstitutes einige wesentliche Stabilitätsregeln in Kraft getreten¹⁴. Hauptziel ist, die Glaubwürdigkeit der von allen Mitgliedsländern übernommenen stabilitätspolitischen Selbstverpflichtung zu stärken. Die EU-Finanzminister haben im Dezember 1993 in den "Grundzügen der Wirtschaftspolitik" Richtschnur und Rahmen für die verstärkte Koordinierung und Überwachung der Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft abgefaßt. Unter Betonung eines von den Marktkräften getragenen, inflationsfreien Wachstums wird neben einer am Ziel der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik ein verstärktes Bemühen im Bereich der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte empfohlen¹⁵. Öffentliche Auseinandersetzungen gab es, als die Kommission in Vorbereitung des Weißbuchs "Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung" zunächst eine zinsinduzierte Abwertungsstrategie zur Beschäftigungssicherung ins Gespräch gebracht hatte. Diese ökonomisch äußerst problematische Empfehlung tauchte freilich, u. a. auch auf Druck Deutschlands, in der Schlußfassung nicht mehr auf.

Stand des Konvergenzfortschritts in der EG

■ WWU-Kriterium erfüllt

Land	Veränderung der Verbraucherpreise gegen Vorjahr in %				Finanzierungs-saldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP ¹		Bruttoschuldenstand der öffentlichen Haushalte in % des BIP ¹		Rendite langfristiger öffentlicher Anleihen in %			
	1993		1994		1993	1994	1993	1994	1993		1994	
	Jan.	Febr.	Jan.	Febr.					Januar	Januar	Januar	Januar
	WWU-Schwellenwert ²											
Land	2,8	3,1	3,0	3,3	-3	-3	60	60	9,2	9,5	8,4	7,9
Deutschland ³	4,2	4,2	3,4	3,4	-3,3	0,0	48,0	0,0	6,5	6,5	5,8	5,8
Frankreich	2,1	2,1	1,8	1,8	-5,9	-5,9	44,9	50,1	6,8	6,8	5,9	5,9
Italien	4,5	4,5	4,2	4,2	-10,0	-8,9	115,8	119,8	11,4	11,4	8,9	8,9
Großbritannien	1,6	1,6	2,5	2,5	-7,6	-6,8	53,2	57,6	7,5	7,5	6,2	6,2
Spanien	4,6	4,6	5,0	5,0	-7,2	-7,2	55,6	60,7	10,2	10,2	7,8	7,8
Niederlande	2,1	2,1	2,4	2,4	-4,0	-4,1	83,1	84,6	6,3	6,3	5,4	5,4
Belgien	2,8	2,8	2,5	2,5	-7,4	-6,4	138,4	140,4	7,2	7,2	6,5	6,5
Dänemark	1,3	1,3	1,8	1,8	-4,4	-4,9	78,5	81,3	7,2	7,2	6,0	6,0
Griechenland ⁴	14,4	14,4	11,0	11,0	-15,4	-15,4	113,6	120,1	21,2	21,2	20,3	20,3
Portugal ⁵	6,5	6,5	6,2	6,2	-8,9	-8,2	69,5	74,7	12,5	12,5	10,1	10,1
Irland	1,4	1,4	1,5	1,5	-3,0	-3,2	92,9	89,8	7,7	7,7	6,4	6,4
Luxemburg	3,6	3,6	2,6	2,6	-2,5	-2,3	10,0	12,2	6,9	6,9	6,7	6,7
Ausgewählte Drittländer:												
Schweden	4,7	4,7	1,7	1,7	-14,7		67,6		8,5	8,5	7,3	7,3
Österreich	3,6	3,6	3,1	3,1	-2,9		57,0		6,7	6,7	5,9	5,9
Schweiz	3,3	3,3	1,9	1,9	-4,0		39,4		4,6	4,6	4,1	4,1
Norwegen	2,3	2,3	1,4	1,4	-3,2		47,2		6,8	6,8	5,6	5,6
Finnland	2,2	2,2	0,2	0,2	-9,1		60,0		8,3	8,3	6,2	6,2

1 In der Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (einschließlich Sozialversicherungen).

2 Die Inflationsrate darf diejenige der — höchstens drei — preisstabilsten Länder um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte übersteigen. Die Rendite langfristiger öffentlicher Anleihen darf diejenige der — höchstens drei — preisstabilsten Länder um nicht mehr als 2 Prozentpunkte übersteigen. Die nachfolgenden Schwellenwerte für die Inflationsrate und die Rendite beziehen sich jeweils auf das stabilste und das dritstabilste Mitgliedsland. Die Erfüllung der Kriterien wird an beiden Schwellenwerten gemessen.

3 Inflationsrate für alte Bundesländer.

4 Zwölfmonatsschutzwechsel.

5 Umlaufrendite variabel verzinslicher öffentlicher Anleihen.

Quellen: Europäische Kommission und nationale Statistiken.

Anmerkung: Der Vertrag dürfte davon ausgehen, daß die Schwellenwerte hinsichtlich Inflationsrate und Rendite in der Regel auf der Basis des preisstabilsten Mitgliedslandes zu ermitteln sind. Abweichungen von dieser Regel wären folglich nur gerechtfertigt, wenn der Stabilitätsersfolg des "besten" Landes auf außergewöhnlichen Umständen beruhen würde (wie etwa extremen Unterschieden im Konjunkturverlauf). In solchen Fällen könnte ein am dritstabilsten Land orientierter Schwellenwert die weitest denkbare Alternative darstellen.

Zu den sich aus dem Maastrichter Vertrag ergebenden, seit Januar gültigen neuen stabilitätspolitischen Bestimmungen zählen u. a. das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbanken und des bevorrechtigten Zugangs der öffentlichen Hand zu den Kreditmärkten. Hiermit sollen die Unabhängigkeit der Zentralbank gefördert und inflatorische Wirkungen einer unsoliden Staatsausgabenpolitik verhindert werden. Kernstück der Maßnahmen zur Konvergenzverbesserung ist das Haushaltsüberwachungsverfahren, mit dem finanzpolitische Fehlentwicklungen vermieden werden sollen. So soll frühzeitig ein Erreichen der fiskalischen Konvergenzkriterien (60% für die Staatsverschuldung und 3% für die Budgetdefizite, gemessen am Bruttoinlandsprodukt) sichergestellt werden.

Weitere wichtige Bestimmungen sehen in der zweiten Stufe den Haftungsausschluß der Gemeinschaft für Verbindlichkeiten einzelner Unionsländer und die Festschreibung der Zusammensetzung des ECU-Währungskorbes vor. Die nationalen Währungsbeträge, die zusammen den Währungskorb bilden, können künftig nicht mehr verändert werden. Allerdings ist ein Wechselkursrisiko der ECU gegenüber den Teilnehmerwährungen weiterhin gegeben, da die Wechselkurse der einzelnen Währungen bis zum Eintritt in die dritte Stufe schwanken können.

Ausblick

Viele Fragen im Hinblick auf den weiteren Konvergenzprozeß, den Übergang in die Endstufe der WWU und die Ausgestaltung der dann gemeinsam durchzuführenden Geldpolitik bleiben noch zu klären. Trotz oder sogar wegen der Bandbreitenerweiterung im EWS und mit Inkrafttreten der zweiten Stufe sind jedoch gute Grundlagen für weitere Integrationsfortschritte gelegt. Ungeachtet politischer Stimmungstiefs und wirtschaftlicher Krise haben die Staats- und Regierungschefs der zwölf Unionsländer bisher wenig Zweifel aufkommen lassen, daß sie an dem vom Maastrichter Vertrag festgelegten Stufenplan festhalten werden.

Die Konvergenzberichte der Kommission werden in den kommenden Jahren zeigen, wie groß die Bereitschaft der Mitgliedsländer tatsächlich ist, mit gegebenenfalls schmerzhaften Stabilisierungspolitiken die Referenzwerte aus dem Vertrag zu erreichen¹⁶. Im vergangenen Jahr gelang es keinem der EU-Teilnehmerländer, die Konvergenzkriterien zu erfüllen. Die größten Zielverfehlungen ergaben sich bei den finanzwirtschaftlichen Prüfgrößen. Es bleibt abzuwarten, ob durch das ab September durchzuführende Prüfverfahren zur Vermeidung übermäßiger Defizite genügend Druck auf die betroffenen Länder ausgeübt werden kann. Bereits jetzt ist abzusehen, daß die Länder mit einer Schuldenquote von über 100% es sehr schwer haben werden, zur ersten Gruppe der Beitrittskandidaten zu gehören. Insofern ist es nicht verwunderlich, daß aus jenen Staaten bereits Stimmen zu hören sind, die eine Aufweichung des Schuldenkriteriums fordern. Auch die Handhabung des Wechselkurskriteriums, nach dem bei Eintritt in die WWU eine vorherige zweijährige Teilnahme der Währung in der normalen

Bandbreite des EWS ohne starke Spannungen erforderlich ist, muß politisch entschieden werden. Bis zum August letzten Jahres war klar, daß unter normaler Bandbreite die $\pm 2\frac{1}{4}\%$ -Spanne zu verstehen war. Fest steht, daß weder bei den meisten Regierungen noch bei den Notenbanken das Verlangen groß ist, möglichst schnell zu den engen Bändern zurückzukehren¹⁷. Dennoch muß geklärt werden, was "normale Bandbreite" im entsprechenden Konvergenzkriterium des Maastricht-Vertrages bedeutet.

Die letzten Monate haben gezeigt, daß stabile Wechselkurse nicht nur durch enge Bandbreiten, sondern vor allem mit einer überzeugenden Konvergenz in der Wirtschaftsentwicklung und der Wirtschaftspolitik erreicht werden. Dies heißt auch, daß keine institutionelle Regelung die Glaubwürdigkeit einer Währung sicherstellen kann, wenn nicht die hinter der Währung stehende nationale Politik glaubwürdig ist. Hier bleibt noch einiges zu tun. Unbestritten sind hier schon Fortschritte zu erkennen, so in der Tatsache, daß mittlerweile alle Länder des harten EWS-Kerns ihre Zentralbanken in die Unabhängigkeit entlassen haben und die Autonomiediskussion auch außerhalb dieser Gruppe großen Raum einnimmt¹⁸. Die Kapitalmärkte haben dieses Zeichen verstanden.

Vorschläge eines Vorziehens der Währungsunion für eine Kerngruppe sind als Sonderweg außerhalb des Maastrichter Vertrages mehrfach abgelehnt worden. Das EWS wird in der zweiten Stufe das zentrale Element der währungspolitischen Kooperation in Europa bis zu dem Zeitpunkt der laut Vertrag vorgesehenen Überprüfung der Konvergenzkriterien bleiben. Solange diese nicht von der erforderlichen Anzahl der Länder erfüllt sind, kann die dritte Stufe nicht beginnen. Bis dahin wird die Stabilität der D-Mark als EWS-Ankerwährung von größter Bedeutung sein.

Neben dem konsequenten Bemühen um eine stabilitätsorientierte Konvergenz der Wirtschaftsentwicklung und der Wirtschaftspolitik wird an der Klärung wichtiger konzeptioneller Fragen der Geldpolitik als auch ihrer praktischen Umsetzung¹⁹ in der dritten Stufe mit Hochdruck gearbeitet werden müssen. Außer diesen vom Europäischen Währungsinstitut zu lösenden Vorarbeiten sind besonders aber auch Fortschritte auf dem Weg zur Politischen Union unabdingbar. Eine Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft ohne ein hohes Maß institutioneller politischer Verfestigung kann auf Dauer nicht bestehen²⁰.

Anmerkungen

Der Autor dankt Herrn Franz Conrads für vorbereitende Arbeiten. Das Manuskript wurde Mitte April abgeschlossen.

1 "Kritik am gemächlichen Zinsabbau", in: Neue Zürcher Zeitung v. 27. 4. 1993.

2 "La Bundesbank, modèle et anti-modèle", in: Le Monde v. 24. 4. 1993.

3 "Franc schwimmt sich frei", in: Börsen-Zeitung v. 20. 4. 1993.

4 So "Die Welt" v. 19. 6. 1993.

5 Issing, Ottmar: Stabilitätspolitik bewahrt internationales Vertrauen in die D-Mark, in: HWWA-Wirtschaftsdienst VIII (1993), S. 395.

- 6 Vgl. "Too little, Too late", in: *The Times* v. 2. 7. 1993.
- 7 Vgl. "The ERM's turmoil is good news", in: *Washington Post* v. 9. 8. 1993.
- 8 "High Noon um zwei Uhr nachts", in: *Süddeutsche Zeitung* v. 3. 8. 1993.
- 9 Haller, Gerd: Europäische Währungspolitik — Analyse und Ausblick, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln* (PA) Nr. 86 (1993), S. 13.
- 10 Vgl. z. B. Eichengreen, Barry: *Central Bank Cooperation and Exchange Rate Commitments: The Classical and Interwar Gold Standards Compared*, Vortrag vor der Konferenz über "European Central Banking: Current Issues in Historical Perspective", Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Basel), 11. 2. 1994, S. 27.
- 11 Tietmeyer, Hans: Europäische Währungs- und Kapitalmarktfragen, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): PA Nr. 73 (1993), S. 4.
- 12 "Ja zu Europa, aber ...", in: *Handelsblatt* v. 13. 10. 1993.
- 13 Jochimsen, Reimut: Perspektiven der deutschen Geldpolitik vor dem Hintergrund der europäischen Integration, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): PA Nr. 86 (1993), S. 7.
- 14 "Das neue Europa braucht viele Erfolgserlebnisse auf dem gemeinsamen Weg zur funktionierenden Union", in: *Handelsblatt* v. 31. 12. 1993.
- 15 ABl. der EG L 7/9 v. 11. 1. 1994.
- 16 "EU-Verhaltenskodex für Konvergenzprogramme", in: *VWD-Finanz- und Wirtschaftsspiegel* v. 16. 2. 1994.
- 17 "Wenig Aussicht auf engere Bandbreiten", in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* v. 17. 2. 1994.
- 18 "Wieviel Autonomie für eine Notenbank", in: *Handelsblatt* v. 6. 1. 1994.
- 19 Vgl. im einzelnen z. B. Remsperger, Hermann: *Geldmarktpolitik aus Bankensicht*, Vortrag am 10. 3. 1994 in Hachenburg, insbes. S. 15 ff.
- 20 Tietmeyer, Hans: *Geldpolitik in europäischer Verantwortung*, in: *Deutsche Bundesbank* (Hrsg.): PA Nr. 4 (1994), S. 1.

Weiterführende Literatur

- Centre for European Policy Research (Hrsg.): *Independent and Accountable — A New Mandate for the Bank of England*, London 1993.
- Crockett, Andrew: *What do we mean by Convergence?*, in: *BIS-Review* 220 (1993), S. 1–11.
- Deutsche Bundesbank: *Geschäftsbericht 1993*, insbes. Abschnitt III des Teils "Währung und Wirtschaft", S. 90–105.
- Deutsche Bundesbank: *Die zweite Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion — Regelungen und Auswirkungen auf den institutionellen Rahmen der deutschen Notenbankpolitik*, in: *Monatsbericht* 1 (1994), S. 25–44.
- Lamfalussy, Alexandre: *Future Tasks of the Monetary Institute*, Address at a Meeting of the Hessian Banker's Association, Frankfurt, 9. 3. 1994, in: *Bis-Review* 41 (1994), S. 1–7.
- Landeszentralbank in Hessen: *Das Europäische Währungsinstitut in Frankfurt — Chance und Verpflichtung*, in: *Finanzmarkt-Bericht* 17 (1994).
- Matthes, Heinrich: *Damokles-Shadowing. Eine Innovation in der zweiten Phase der EWWU*, in: *Wirtschaftsdienst* III (1994), S. 143–145.
- Trichet, Jean-Claude: *Der neue Status der Banque de France*, in: *Französische Botschaft* (Hrsg.): *Frankreich-Info* 1 (1994) v. 21. 1. 1994 (in Verbindung mit *Info* 2 (1994), Dokumentation zur Reform der Banque de France).