

DIE KRISE DES EWS UND DIE BRÜCHIGEN GRUNDLAGEN DER LEITWÄHRUNGSORDNUNG

Heinz-Peter Spahn, Stuttgart-Hohenheim

"Der währungspolitische Grundgedanke des Maastricht-Vertrages - daß der Verschmelzung der Märkte auch eine Verschmelzung der Währungen zu einer einheitlichen europäischen Währung folgen müsse - weist in die richtige Richtung. (...) Zu engen Bandbreiten kann freilich nicht unvermittelt übergegangen werden, weil sonst die Spekulation herausgefordert würde, die Validität der engen Bandbreiten erneut einem Belastungstest zu unterziehen. (...) Auch bei weiten Bandbreiten ist es den beteiligten Ländern möglich, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu verfolgen, um die Kurse ihrer Währungen untereinander nur wenig schwanken zu lassen und insoweit zwar nicht formal, aber doch faktisch feste Kurse herzustellen. (...) Fundamental begründete Wechselkursanpassungen dürfen nicht ausgeschlossen werden. (...) Schwache Währungen in einem Festkurssystem destabilisieren das ganze System. (...) Die Achillesferse des EWS wird auch in Zukunft die Anfälligkeit gegenüber spekulativen Devisenbewegungen bleiben. In den kommenden Jahren wird sich diese Anfälligkeit weiter erhöhen. (...) So werden die Länder der davon ausgehenden destabilisierenden Effekte nur durch einen radikalen Schritt wirklich Herr werden: indem sie den Übergang zur Europäischen Währungsunion vollziehen." [Mehrheitsvotum]

"Die Krönungstheorie als Strategie für die monetäre Integration Westeuropas hat nach den Erfahrungen der letzten Jahre eine größere Attraktivität gewonnen (...): Zuerst müssen die realwirtschaftlichen Bedingungen einheitlich werden, dann folgt bei entsprechender Geldpolitik die Stabilität der Währungsrelationen mehr oder weniger automatisch." [Minderheitsvotum]

Sachverständigenrat (1993, Zf. 343ff)

Eines Sachverständigen-Minderheitsvotums zu den strategischen Optionen der europäischen Währungspolitik nach den Krisenjahren 1992/93 hätte es kaum mehr bedurft, um deutlich zu machen, daß sich Ratlosigkeit zuweilen auch in Meinungsvielfalt ausdrücken kann: Da mag man die Rückkehr zu allgemein engen Bandbreiten nicht empfehlen und möchte sich die Abwertungsoption für Schwachwährungsländer offenhalten. Gerade dies muß jedoch die Wechselkursspekulation bestätigen, gegen die man sich dann - durchaus konsequent - nur noch durch die Abschaffung der Wechselkurse glaubt verteidigen zu können. Das allgemeine Ziel einer europäischen Einheitswährung wird deshalb unterstrichen, ohne daß aber auch nur ansatzweise angegeben würde, wie denn die Währungsunion die konstatierten Unterschiede in der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der beteiligten Länder beseitigen sollte. Als ob der Wettbewerbsprozeß in einer integrierten europäischen Geldwirtschaft nur Gewinner - noch dazu bevorzugt in den bisherigen Problemländern - hervorbringen und somit die romantische Idee eines in Gleichheit und Wohlstand vereinten Europa verwirklichen könnte!

Aber die bequeme Kritik an derartigen Illusionen muß unbefriedigend bleiben, weil sich die Zweifel an der Funktionsfähigkeit der Alternative - eines Festhaltens am Status Quo - mehren. Dabei kann hier zunächst das ursprüngliche EWS-Konzept einer "demokratischen" Währungspolitik mit effektiv symmetrisch verteilten Anpassungslasten verworfen werden,

weil es den Funktionsbedingungen einer internationalen Geldwirtschaft widerspricht¹. Es ist wohl nur mit der in Lehrbüchern anzutreffenden Welt von "n" unterschiedslosen nationalen Währungen vereinbar und reflektiert letztlich das neoklassische Postulat einer realwirtschaftlichen Irrelevanz des Geldes, wenn und weil "im Gleichgewicht" alle Ressourcen gleichermaßen liquide seien.

Internationale Geldwirtschaft zeigte sich seit ihren geschichtlichen Anfängen stets als *Währungshierarchie*, in der die Bewertung der Solidität der jeweiligen Emissionsbanken durch grenzüberschreitend agierende Vermögenshalter zum Ausdruck kam. Die Institutionalisierung dieser privatwirtschaftlichen Ordnung wurde später als "Leitwährungssystem" bezeichnet. Das EWS mit der aus dem Marktprozeß hervorgegangenen Führungsrolle der D-Mark, die der offiziellen (Kunst-) Leitwährung ECU nie eine Entwicklungschance ließ, war (und ist) ein System in einer gar nicht so langen Reihe historischer Vorläufer und hat in den ersten zehn Jahren seines Bestehens nach allgemeiner Ansicht leidlich gut funktioniert.

These 1: Die deutsche Währungsunion war nicht die Ursache der EWS-Krise

Einer verbreiteten Einschätzung zufolge sind die jüngsten Krisen des EWS in erster Linie auf den "Schock" der deutsch-deutschen Währungsunion und ihre makroökonomischen Konsequenzen zurückzuführen (vgl. Artis/Lewis 1993): Eine fiskalisch angetriebene Übernachfrage in Deutschland erforderte zur Stabilisierung eine reale DM-Aufwertung, die - vor allem aufgrund des französischen Widerstands gegen eine Änderung nominaler Paritäten - nur über eine relativ stärkere Inflation in Deutschland herbeigeführt werden konnte. Diese wiederum veranlaßte die an ihren internen Stabilitätsauftrag gebundene Bundesbank zu einer restriktiven Zinspolitik, die die europäischen Partnerländer im Interesse der Verteidigung der Paritäten nachvollziehen mußten. Spekulanten konnten dann mit Erfolg darauf setzen, daß insbesondere Länder mit Beschäftigungs- und Staatsschuldproblemen diesen Kurs nicht lange würden durchhalten können².

Ein Blick auf die Zinsentwicklung (vgl. *Abbildung 1*) erweckt allerdings Zweifel an dieser Analyse. Zwar wurde die dann zwölf Monate anhaltende Serie von Währungskrisen im Juli 1992 durch eine marginale DM-Diskonterhöhung ausgelöst, der jedoch im Gesamtbild der deutschen Geldpolitik allenfalls symbolische Bedeutung zukam. Das allgemeine Niveau der kurzfristigen DM-Zinsen war nach der deutschen Währungsunion nur noch wenig angestiegen. Vor allem aber konnten viele Währungen ihren positiven Zinsabstand zur D-Mark ab 1990 tendenziell abbauen, was offenbar bedeutet, daß der vom Devisenmarkt ausgehende Druck auf die Partnerländer abnahm, weil sich in einigen Fällen ihre Leistungsbilanzen verbesserten (vgl. *Abbildung 3*) und sich die Liquiditätsprämie der D-Mark, ihr traditioneller Stabilitätsbonus, verringerte. Als dann Ende Juli 1993, ausgelöst durch eine Verschiebung einer erwarteten Senkung des deutschen Diskontsatzes, der

¹ Diese These wurde an anderer Stelle weiter ausgeführt (Spahn 1992). Eine instruktive Analyse der normativ-intendierten sowie der faktischen "rules of the games" in den verschiedenen Leitwährungsordnungen der Wirtschaftsgeschichte findet sich bei McKinnon (1993).

² "The system failed because it had no alternative to monetary policy to deal with shocks and disturbances, and that is simply incompatible with the assignment of monetary policy to longer-term anti-inflation aims as well. The exchange-rate regime implied that relative monetary-policy stances could not change; domestic problems meant that they had to. It was not just a matter of Germany being out of line (...). Under a common currency, such as EMU, Germany would not have been able to use monetary policy to offset the pressure that built up owing to the joint effect of the European boom (...) and GEMU [German Economic and Monetary Union] (Allsopp 1993, 21f)."

Übergang zu stark erweiterten Bandbreiten erzwungen wurde, war der Zinsgipfel allgemein in Europa (auch auf dem Kapitalmarkt) längst überschritten.

Eine an den Folgen der deutschen Währungsunion ansetzende Erklärung der EWS-Turbulenzen bleibt zumindest unvollständig, weil sie den Blick dafür verstellt, daß die Bundesbank bereits 1988 in durchaus kräftigen Schritten auf Restriktionskurs gegangen war, dessen Ratio - wie oft in der Nachkriegsgeschichte der deutschen Geldpolitik - in der nationalen Inflationsbekämpfung bestand (vgl. *Abbildung 2*). Vergleicht man die regelmäßig in einer Wirtschaftskrise endenden Phasen kontraktiver Geldpolitik, so ist die letzte Episode nur deshalb ungewöhnlich, weil die Zinsen am kurzen Marktende noch weiter hinaufgetrieben wurden, als die Trendumkehr am Kapitalmarkt und weitere von der Bundesbank (1991) selbst diagnostizierte Anzeichen schon für eine Konjunkturabschwächung sprachen³.

Damit läßt sich die These vertreten, daß das EWS auch ohne die deutsche Währungsunion früher oder später auf Krise und Zusammenbruch hingesteuert wäre. Die relativ lange Phase einer Politik billigen Geldes mußte aus Sicht der Bundesbank ein Ende finden, weil die anfangs der 80er Jahre ungewöhnlich hohe deutsche Arbeitslosigkeit schließlich doch schrittweise abgebaut wurde und so die Lohninflation nicht länger bremsen konnte⁴. Die EWS-Partnerländer mußten bereits vor 1990 - und zwar bei anhaltenden Zinsdifferenzen zur D-Mark! - die deutschen Zinserhöhungen nachvollziehen (vgl. *Abbildung 1*), wollten sie nicht Gefahr laufen, ihre während der 80er Jahre mühsam verbesserte Glaubwürdigkeit im Hinblick auf ihre interne monetäre Stabilität durch Währungsabwertungen zu gefährden. Ohnehin stiegen die Inflationsraten überall tendenziell wieder an (vgl. *Abbildung 4*). Die erzwungene Zinssteigerung in den EWS-Ländern schlug sich auch dort mit der üblichen geldpolitischen Wirkungsverzögerung ab 1990 in steigenden Arbeitslosenzahlen nieder (vgl. *Abbildung 5*).

Den letzten DM-Zinsanhebungen im Jahr 1992 kam in diesem Zusammenhang nur noch sekundäre Bedeutung zu. Sie hätten als Auslöser der nun einsetzenden Spekulationswelle vermutlich auch durch andere, z.B. politische Ereignisse ersetzt werden können. "Spekulation" steht dabei keineswegs für einen von den realwirtschaftlichen Vorgängen abgehobenen, rein im Finanzmarktgeschehen verwurzelten Prozeß. In diesem Zusammenhang wird auch die These vertreten (vgl. Artis/Lewis 1993, 42), die erste Krisenphase 1992 sei durch "fundamentale" Faktoren, d.h. durch den lange aufgestauten Anpassungsbedarf der realen Wechselkurse begründet gewesen, während in der zweiten Krisenphase 1993 eher spekulative Momente ausschlaggebend gewesen seien, da die Inflation in einigen Ländern im Vergleich zur Bundesrepublik nachgelassen hatte (vgl.

³ Das in diesem Zusammenhang vorgebrachte Argument, die Geldpolitik habe auf die zunehmenden Haushaltsdefizite mit Zinserhöhungen reagieren müssen, macht wiederum zunächst nur mit Blick auf die Inflationsbekämpfung einen Sinn. Denn für sich genommen mußte die Restriktionspolitik die Staatsverschuldung verteuern und - vermittelt über die konjunkturellen Effekte auf das Budget - vergrößern. Der nachfragebedingte Inflationsdruck wurde faktisch jedoch durch den Umschwung der deutschen Leistungsbilanz gebremst (vgl. *Abbildung 3*); und die Turbulenzen im EWS sowie der Rückgang des langfristigen DM-Zinses (vgl. *Abbildung 2*) sprechen gegen das mögliche Argument, Deutschland habe mit weiteren relativen Zinserhöhungen um einen zusätzlichen, das Leistungsbilanzdefizit finanzierenden Kapitalimport werben müssen. Daraus ließe sich die Schlußfolgerung ableiten, daß der deutschen Volkswirtschaft - gerade mit Blick auf die Strukturprobleme im Osten - mit einer vorsichtig akkommodierenden Geldpolitik mehr gedient gewesen wäre; diese hätte allerdings durch eine angesichts der Ausnahmesituation politisch zu rechtfertigende Lohnkontrolle abgesichert werden müssen.

⁴ Strukturelle Veränderungen wie der fortschreitende Verlust der Marktfähigkeit des Arbeitspotentials bei den Langzeitarbeitslosen hatten die von der Unterbeschäftigung ausgehende Lohnzurückhaltung ohnehin bereits vermindert.

Abbildung 4). Aber diese Bewertung vermag deshalb nicht zu überzeugen, weil die Gewinne an preislicher internationaler Wettbewerbsfähigkeit nur das Spiegelbild der gestiegenen Arbeitslosigkeit waren und dieser Faktor auf ganz analoge Weise die Entstehung von Abwertungserwartungen provozieren kann: wenn nämlich die Einschätzung Platz greift, daß die Regierungen aus politischen Gründen den Forderungen nach einer beschäftigungsorientierten Politik immer weniger Widerstand entgegensetzen können.

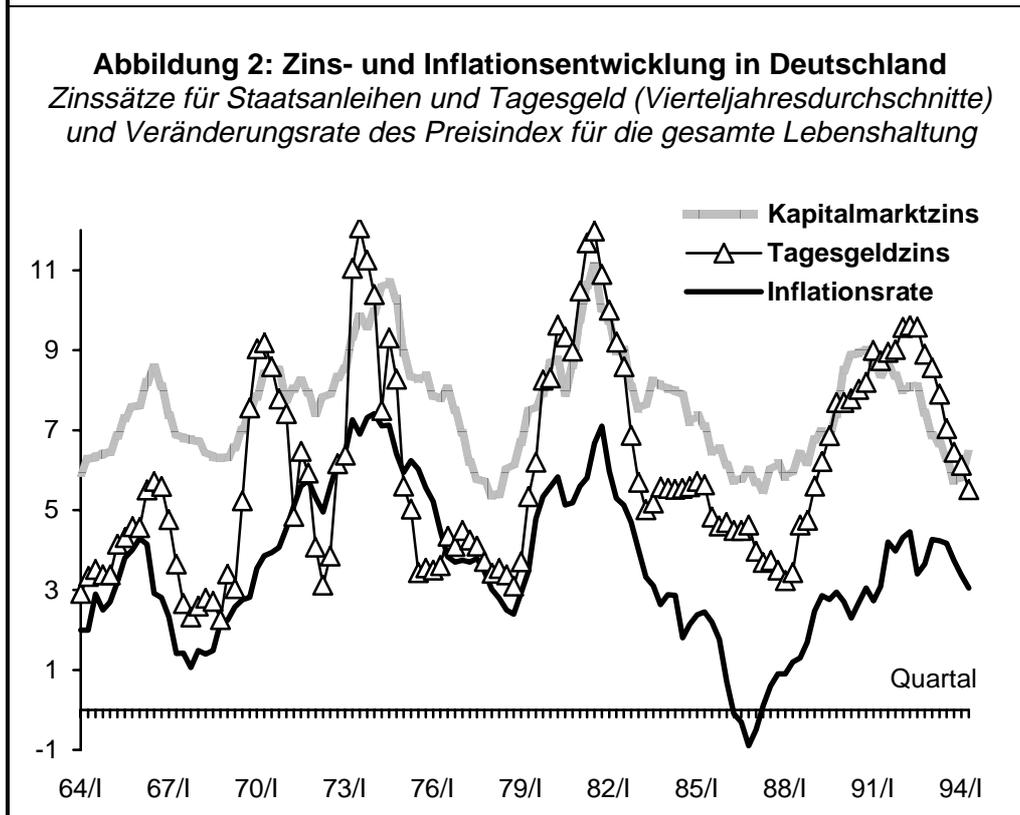
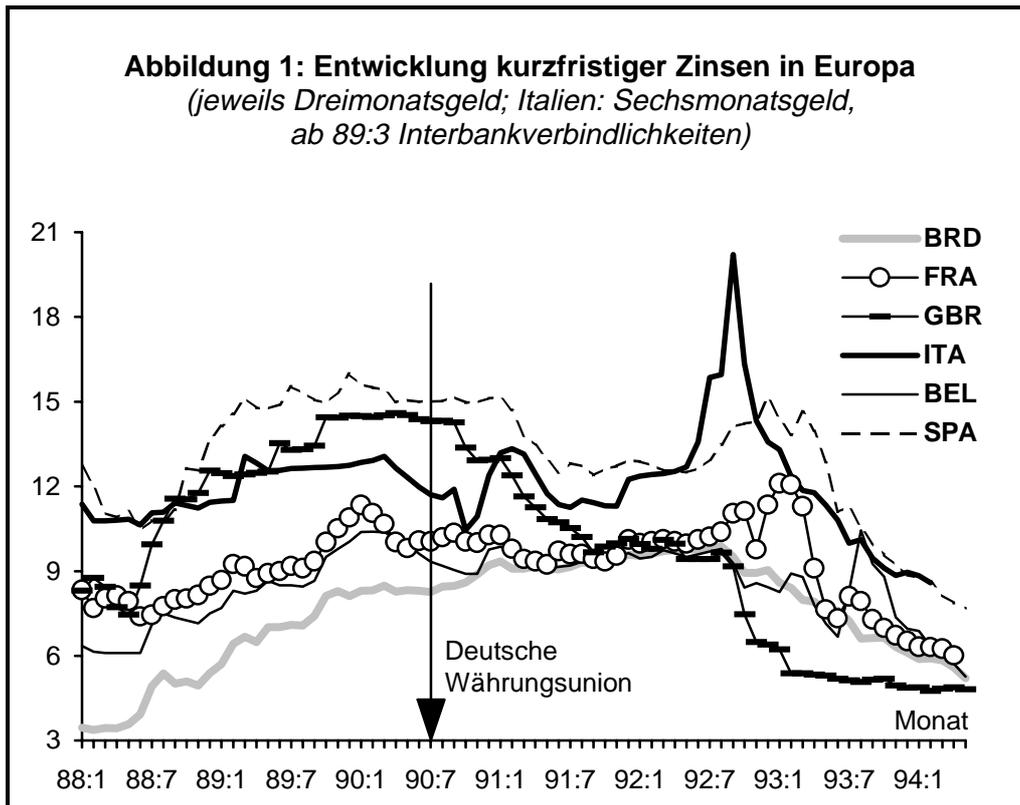
Diese Zusammenhänge lassen sich analytisch auf einfache Weise anhand der *Abbildung 6* illustrieren: Der obere Quadrant zeigt die einfache Zinsparitätsbedingung "Zinsdifferenz zum Ausland = erwartete Abwertungsrate". Der mit e^* bezeichnete Fixpunkt der Wechselkursenerwartungen stellt einen Lageparameter dieser Kurve des Devisenmarktgleichgewichts dar. Wenn der bestehende Kurs diesem Wert entspricht, ist die Zinsdifferenz zum Ausland gleich Null. Der erwartete Wechselkurs e^* hängt mit positivem Vorzeichen (angedeutet durch die Linie im unteren Quadranten) von mehreren Faktoren ab:

- von der Arbeitslosenquote, die einen politischen Druck in Richtung auf eine Beschäftigungsförderung signalisieren kann, die dann direkt oder indirekt eine Abwertung erfordert,
- von der Inflationsdifferenz zum Ausland, die eine Wechselkursanpassung zum Zwecke der Wiederherstellung der Kaufkraftparität anzeigen kann, sowie
- von weiteren Ursachen (Staatsverschuldung, politische Unruhen etc.), die einen Abwertungsbedarf erzeugen oder auch nur eine entsprechende Spekulation erwarten lassen⁵.

Verändert sich einer dieser Faktoren, so verschiebt sich entsprechend die Zinsparitätskurve, die - analog zur Phillips-Kurve - bei *gegebenen* Wechselkursenerwartungen jeweils das realisierbare "menu of political choice" anzeigt. Im hier relevanten Fall einer Zunahme der Arbeitslosigkeit steht die Regierung somit vor der Wahl, den Wechselkurs dem erhöhten Erwartungswert entsprechend abwerten zu lassen oder aber den bestehenden Kurs mit einer ausreichenden Zinsdifferenz zu verteidigen.

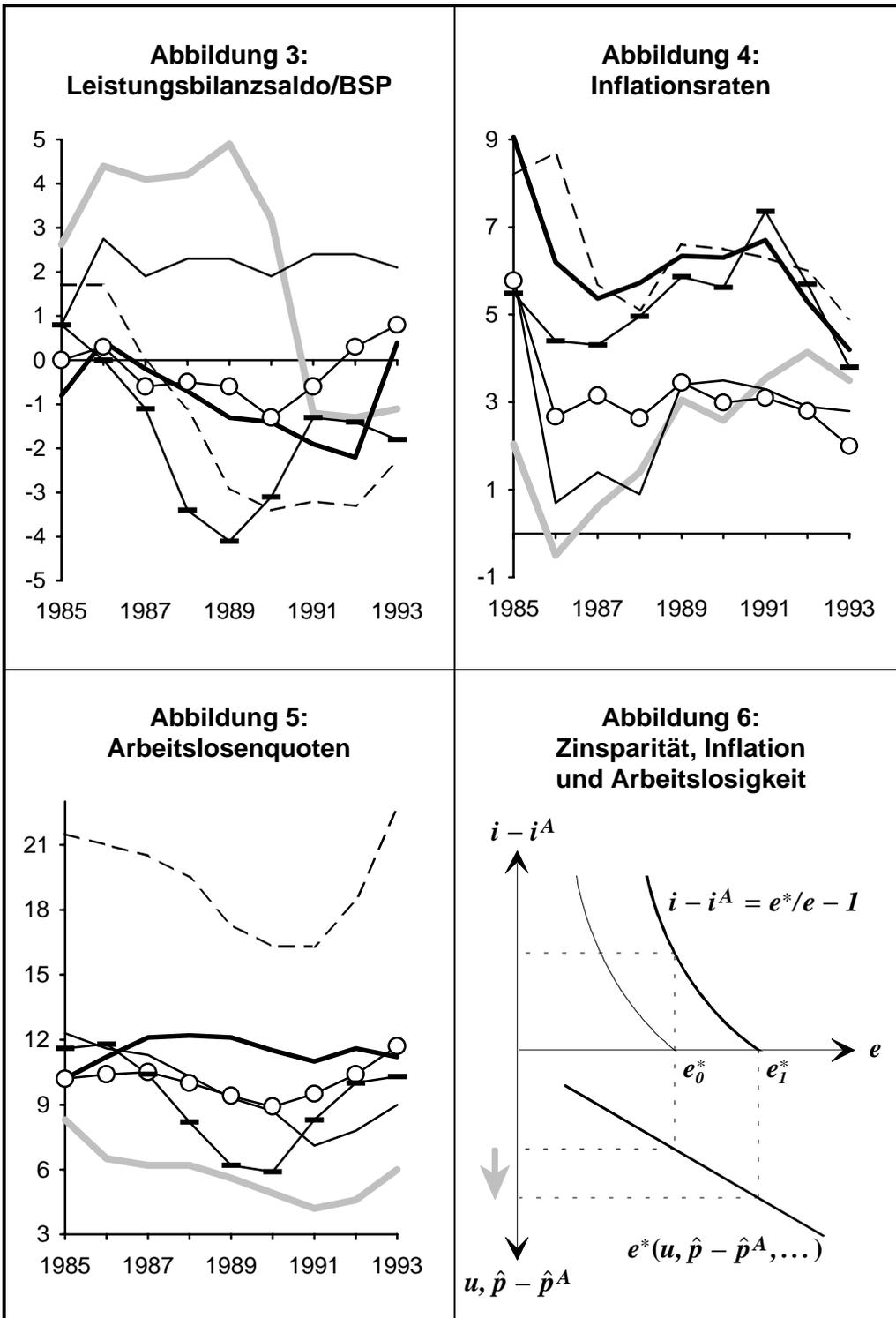
Das Ausmaß dieser Zinsdifferenz kann - was in der einfachen Darstellung der *Abbildung 6* nicht zum Ausdruck kommt - in der Praxis bei dynamischen Veränderungen der Umweltbedingungen raschen und erheblichen Schwankungen unterliegen. Sind mehrere Länder in ein erwartetes Abwertungskarussell involviert, so verstärkt sich mit jeder in einem Land vollzogenen Abwertung der Druck auf die übrigen als abwertungsverdächtig eingeschätzten Währungen, weil die nun verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder wiederum höhere Arbeitslosigkeit erwarten läßt. Der somit gestiegene Abwertungsdruck ist wiederum nur durch weitere relative Zinserhöhungen abzuwehren, wobei schließlich außergewöhnlich starke Zinserhöhungen *selbst* die Glaubwürdigkeit der nationalen Währungspolitik unterhöhlen, weil für jeden Marktbeobachter ersichtlich ist, daß sie kaum für längere Zeit durchzuhalten sind - das Dilemma ist perfekt. Die Spekulation verlangt in einem solchen Szenario eben nicht nur absolute, sondern relative Zinserhöhungen im Vergleich zur Leitwährung. Diese seit 1992 wieder zu beobachtende Spreizung der Zinsstruktur (vgl. *Abbildung 1*) ist ein Anzeichen eines derartigen krisenhaften Zerfalls der Glaubwürdigkeit eines Währungssystems.

⁵ An dieser Stelle kommt Keynes' "beauty-contest problem" ins Spiel: Akteure müssen gerade bei rationaler Erwartungsbildung die Marktkonsequenzen berücksichtigen, die aus den Entscheidungen und Handlungen möglicherweise "falsch" oder "einseitig" informierter Wirtschaftssubjekte resultieren.

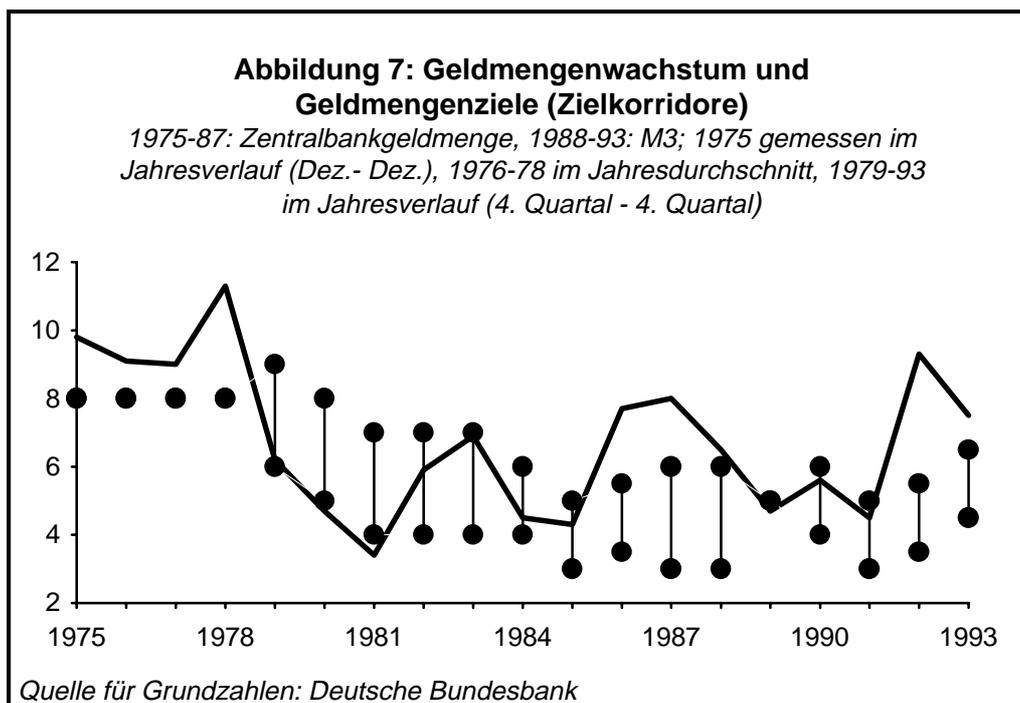


Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank, Sachverständigenrat, Main Economic Indicators

— BRD —○— FRA —■— GBR —●— ITA ——— BEL — - - - SPA



Quelle für Grundzahlen: Economic Outlook, Sachverständigenrat



Übersicht 1: Ziele und Strategien nationaler Geldpolitik

<i>Strategie</i>	<i>Ziel</i>	<i>Geldwert</i>	<i>Beschäftigung</i>
<i>regelgebunden</i>		(1) Monetarismus	(2) Planwirtschaft
<i>diskretionär</i>		(3) Geldwirtschaft	(4) Keynesianismus

Übersicht 2: Politikinteraktion in einem DM-Leitwährungssystem

<i>Reaktion Fall</i>	<i>Politik des "starken" Mitgliedslandes</i>	<i>Politik der Bundesbank</i>	<i>Politik aller übrigen Mitgliedsländer</i>
<i>partielle DM-Schwäche gegenüber einer Währung</i>	expansiver (Normalreaktion) oder konstant bzw. restriktiv (Währungskrieg)	keine Reaktion oder restriktiv (Verteidigung der Leitwährungsposition)	---
<i>DM-Schwäche gegenüber allen Währungen</i>	---	restriktiv, externes Gleichgewicht durch Beseitigung des DM-Überangebots auf dem Devisenmarkt	keine Reaktion, keine wesentlichen Konsequenzen für die Binnenwirtschaft
<i>Inflationsvorsprung im DM-Raum</i>	---	DM-Zinserhöhung stört Gleichgewicht am Devisenmarkt, Abwertungsdruck auf andere Währungen	bei restriktiver Politik Wiederherstellung des externen und Störung des internen Gleichgewichts, mehr Arbeitslosigkeit

These 2: Die an der internen Geldwertstabilität orientierte Bundesbankpolitik ist ein Störfaktor des DM-Leitwährungssystems

Nach allgemeiner Auffassung ist die D-Mark aufgrund ihrer über Jahrzehnte bewahrten weitgehenden Wertstabilität und der Reputation der Bundesbank gleichsam die "natürliche" europäische Leitwährung⁶. Dieses Bild wird auch nicht ernsthaft dadurch getrübt, daß es der Bundesbank in der Vergangenheit oft nicht gelang, die selbstgesetzten Geldmengenziele zu realisieren (vgl. *Abbildung 7*). Dieses sog. Geldangebot, gleich in welcher Definition, wird als Indikator und Zwischenziel der Geldpolitik verstanden. Nach offizieller Doktrin sind derartige Zwischenzielgrößen deshalb notwendig, weil die unmittelbaren Instrumente der Notenbank zuwenig Kontakt mit dem Marktgeschehen hätten, während die dort letztlich anvisierten makroökonomischen Variablen nicht direkt geldpolitisch steuerbar seien und ihre Dynamik daher auch keinen Aufschluß über den Kurs und die Effekte der Geldpolitik gäben. In der Blütephase monetaristischer Geldpolitik wurde viel Überzeugungsarbeit geleistet, um die Geldmenge als am besten geeignete Steuerungsgröße darzustellen, weil sie sowohl auf den Instrumenteneinsatz reagiere als auch - über den quantitativ-theoretischen Zusammenhang - zuverlässig die Inflation kontrolliere. Mittlerweile wird zurecht darauf verwiesen, daß Geldmengenaggregate weder das eine noch das andere Kriterium erfüllen (Artis/Lewis 1993, 57).

Ein damit verbundenes Scheinproblem folgt aus der Beobachtung, daß die Bundesbank zumindest phasenweise eine extrem diskretionäre Politik verfolgt hat; gemäß monetaristischer Doktrin hätte dies zu Glaubwürdigkeitsverlusten der Notenbank und darüber zu steigenden Inflationserwartungen führen müssen. Die konsequente Befolgung einer Regelbindung ist jedoch weder eine notwendige noch eine hinreichende Bedingung für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. Notenbanken, deren Reputation infolge ihrer vergangenen Politik gelitten hat, mögen - mit zweifelhaften Erfolgsaussichten - versuchen, über eine Selbstbindung an ein strikt reguliertes Entscheidungsmuster das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen; eine "starke" Notenbank ist - wie die Währungsgeschichte zeigt - auf derartige Krücken nicht angewiesen.

Der Umstand, daß die Bundesbank trotz ihrer nur *proklamierten* Regelpolitik über eine so ausgeprägte Reputation verfügt⁷, muß aus monetaristischer Sicht deshalb rätselhaft bleiben, weil diskretionäres Handeln der Notenbank vor dem Hintergrund des Phillips-Kurven-Szenarios stets als *beschäftigungsorientierter* Interventionismus verstanden wird. Die Möglichkeit einer an den Erfordernissen der *Geldwertstabilität* ausgerichteten diskretionären

⁶ Sie hat sich im Marktprozeß trotz der bekannten Abneigung der Bundesbank gegen die "offizielle" Übernahme einer geldpolitischen Führungsposition in Europa weder durch die Kunstwährung ECU noch durch das französische Projekt eines "Franc fort" von ihrer etablierten Marktposition verdrängen lassen - im letzteren Fall vermutlich jedoch *mit* institutioneller Unterstützung seitens der Frankfurter Währungshüter: Ermutigt durch die im Vergleich zu Deutschland erstmalig niedrigere Inflationsrate und motiviert durch die steigenden Arbeitslosenzahlen konnte Frankreich seine Zinsen im Frühsommer 1993 deutlich zurücknehmen, ohne daß der Franc zunächst am Devisenmarkt unter Druck geriet. Dies ließ sich als erfolversprechender "Angriff" auf die Leitwährungsrolle der D-Mark interpretieren, deren Liquiditätsprämie scheinbar einer fortschreitenden Erosion unterlag. Das französische Angebot (!), im Juni über weitere gemeinsame Zinssenkungen zu verhandeln, wurde dann von deutscher Seite jedoch abgelehnt - ein Verhalten, mit dem die DM-Hegemonie erfolgreich verteidigt wurde. Kurz darauf brach die Positionstärke des Franc an den Devisenmärkten zusammen.

⁷ "The German success in controlling and containing inflation cannot be attributed to the use of any particularly credible monetary policy instrument. This may be due to the publicly acknowledged policy stance of the German Bundesbank of not strictly adhering to any particular policy rule, but adopting whatever policy measures appear adequate at the time in order to achieve the prime policy target of a low inflation rate" (Weber 1991, 85; vgl. Blinder 1987).

Politik bleibt dabei unberücksichtigt. Die *Übersicht 1* zeigt, daß der tradierte Diskurs zwischen Monetarismus und Keynesianismus das Spektrum der Ziele und Strategien geldpolitischen Handelns auf das Gegensatzpaar "regelgebunden - stabilitätsorientiert" und "diskretionär - beschäftigungsorientiert" verengt. Neben diesen Feldern (1) und (4) steht jedoch das Feld (3) für den Normalfall in einer Geldwirtschaft, in der die Geldpolitik z.T. schon aufgrund der üblichen Techniken der Geldversorgung (Refinanzierungskredite an das Bankensystem anstelle des regelmäßigen Notenabwurfs aus Friedmans Hubschrauber) gar nicht anders als diskretionär erfolgen kann und die Notenbank die *ordnungspolitische* Aufgabe einer Stabilisierung des Geldwertes erfüllt. Feld (2) zeigt den heute nur noch historisch interessierenden Fall der Planwirtschaft, in der die Währungsbehörde die politisch vorgegebenen Produktions- und Beschäftigungspläne nur noch monetär zu alimentieren hat und Geld folglich keine Produktionsbeschränkung darstellt.

Vor dem Hintergrund der bundesdeutschen Wirtschaftsgeschichte läßt sich die These vertreten, daß sich die Reputation der Bundesbank vor allem dem Umstand verdankt, daß sie sich auch dann nicht vor einer - im Bundesbankgesetz geforderten - "Politik der Währungssicherung" gescheut hat, wenn dies politisch inopportun erschien oder sogar ein direkter Widerstand seitens der Regierung spürbar war. Den nationalen und internationalen Geldvermögensbesitzern sollte demonstriert werden, daß die Sicherheit ihrer DM-Anlagen im Konfliktfall Priorität vor beschäftigungspolitischen Zielen hatte. Das konkrete Ziel dieser Währungssicherung war allerdings jeweils durchaus unterschiedlich (im folgenden bezeichnet die erste Jahreszahl den Beginn einer restriktiven Zinspolitik und die zweite den Tiefpunkt der sich anschließenden Konjunkturabschwächung):

- 1950/51 ging es um die Abwendung einer akuten Zahlungsbilanzkrise vor dem Hintergrund einer seit der Währungsreform chronischen Handelsbilanzschwäche.
- 1965/67 stand die Abbremsung der schleichenden Inflation im Vordergrund; allerdings dürfte auch das erstmalig wieder aufgetretene Leistungsbilanzdefizit und der Übergang zu einem defizitären Staatsbudget eine Rolle gespielt haben.
- 1970/71 und 1973/75 zielte die Geldpolitik auf die Bekämpfung einer akzelerierenden Inflation, die immer mehr außer Kontrolle zu geraten drohte.
- 1979/82 ging es zunächst wieder um die Eindämmung einer konjunkturell sowie durch den zweiten Ölpreisschub angetriebenen Geldentwertung; die dann folgende Verschärfung des Restriktionskurses war eine Reaktion auf einen krisenhaften Verfall der Liquiditäts- und Stabilitätsprämie der D-Mark vor dem Hintergrund steigender Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite und insbesondere der Renaissance des Dollars als führender Weltanlagewährung.
- 1988/1993 grenzt die letzte Phase einer zunächst gemäßigten Antiinflationpolitik ab, die dann wegen der befürchteten, aber nur teilweise eingetretenen Inflationsbeschleunigung in der Folge der deutschen Währungsunion verschärft und verlängert wurde.

Verallgemeinert man Anlässe und Zielsetzungen dieser Restriktionsphasen, so zielte die Politik auf den externen und internen Geldwert, d.h. auf die Stabilität des Wechselkurses und des Preisniveaus. Beide Probleme hängen praktisch eng zusammen, sind aber nicht identisch; je stärker der Wechselkurs durch die Kapitalbilanz bestimmt ist, desto geringer ist der direkte Zusammenhang zwischen Preisen und Wechselkurs. Dabei steht die über die Leistungsbilanz vermittelte Gefährdung des externen Gleichgewichts durch eine relativ zum Ausland höhere Inflationsrate im Vordergrund. Der umgekehrte Einfluß von Wechselkursänderungen auf das inländische Preisniveau stellt in diesem Zusammenhang eine Rückwirkung von untergeordneter Bedeutung dar.

Im folgenden werden die Probleme des externen und internen Gleichgewichts aus Gründen der analytischen Klarheit getrennt, ohne damit freilich die empirischen Interdependenzen leugnen zu wollen. Für das Ausland, insbesondere im EWS, kann es

durchaus einen erheblichen Unterschied bedeuten, ob die Bundesbank primär ein Wechselkurs- oder ein Inflationsproblem bekämpft (vgl. *Übersicht 2*):

(1) Ein Sonderfall liegt beim ersten Problem dann vor, wenn die D-Mark als Leitwährung auf dem Devisenmarkt *Schwächetendenzen gegenüber einer einzelnen anderen Währung* zeigt. Normalerweise wird das betreffende Land diese Erweiterung der durch das Zahlungsbilanzgleichgewicht gesetzten monetären Budgetbeschränkung zu einer expansiveren Wirtschaftspolitik nutzen. In diesem Fall ergibt sich für die Bundesbank kein Handlungsbedarf, weil das partielle externe Ungleichgewicht durch die Expansion im Ausland sukzessive abgebaut wird; eine Änderung der DM-Zinsen wäre insofern auch nicht adäquat, da dies die Knappheitsrelationen zu *allen* anderen Währungen ändern würde.

Konflikte treten jedoch dann auf, wenn das Ausland keine expansivere Politik verfolgen will, z.B. weil es eine interne Geldentwertung befürchtet. Ein kleines Land wird auf Dauer dennoch eine Anpassungsinflation hinnehmen oder einseitig zur Leitwährung aufwerten müssen⁸. Handelt es sich aber um ein großes, politisch-ökonomisch starkes Land mit der Möglichkeit einer Sterilisierung eigener Devisenmarktinterventionen, so kann das bilaterale Ungleichgewicht zwischen beiden Ländern zu einer grundsätzlichen Neuorientierung der Anlagepräferenzen führen, an deren Ende ein Wechsel der Leitwährungsfunktion steht. Die tendenzielle Unterbewertung des neuen "starken" Landes fördert die Nachfrage nach seiner Währung über die Leistungsbilanz, die relative Schwäche der alten Leitwährung auf dem Devisenmarkt initiiert Substitutionsbewegungen auf den Finanzmärkten und in den Kapitalbilanzen. Das "alte" Leitwährungsland kann dann versuchen, über Zinssteigerungen seine Wettbewerbsfähigkeit zu steigern und seine Schuldner, d.h. externe Kapitalanleger an sich zu binden⁹. Ein derartiger Währungskrieg wirkt tendenziell deflationär auf die Weltwirtschaft, weil eben auch für sich genommen unbetroffene Länder in das Karussell steigender Zinsen einbezogen werden.

(2) Der Fall einer *allgemeinen Schwäche der Leitwährung* gegenüber allen am System beteiligten Ländern liegt dagegen einfacher, weil die führende Notenbank ohne Wenn und Aber zu einer restriktiven Zinspolitik gehalten ist. Damit sind i.d.R. auch binnenwirtschaftliche Kosten in Form von Investitions- und Beschäftigungsverlusten verbunden¹⁰; wichtig ist hier jedoch, daß die Partnerländer eine restriktive Zinspolitik des Leitwährungslandes, wenn und weil sie nur der Stützung der Leitwährung dient, nicht nachzuvollziehen haben und insoweit davon auch nicht nachteilig betroffen sind. Eine Geldpolitik zur Sicherung des externen Geldwertes der Leitwährung ist somit marktkonform und dient der Stabilisierung des Währungssystems.

In der noch kurzen Geschichte des EWS kann allenfalls die Periode 1980/81 als Illustration dieses Falles dienen, als die D-Mark nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern trotz viel stärkerer Geldentwertung in den EWS-Ländern auch gegenüber deren Währungen - ablesbar an einer schrumpfenden Zinsdifferenz - an Attraktivität verlor. Die markante Verschärfung der zinspolitischen Restriktion der Bundesbank zu Jahresbeginn 1981 stellte

⁸ Diese Alternative bezeichnete auch das währungspolitische Spannungsfeld Deutschlands im Bretton-Woods-System der 50er und 60er Jahre (vgl. Emminger 1986).

⁹ England konnte mit einer solchen Politik in den 20er Jahren seinen Niedergang als führende Wirtschaftsnation und den Übergang der Leitwährungsfunktion auf den Dollar allerdings nicht aufhalten (vgl. Thomasberger 1993, 78ff).

¹⁰ Englands Position im Goldstandard stellt in dieser Hinsicht einen Sonderfall dar, weil das weltweite Volumen von Pfundforderungen und -verpflichtungen so groß war, daß relativ geringfügige Zinsänderungen ausreichend hohe Beträge zur Stabilisierung eines Devisenmarktungleichgewichts mobilisieren konnten. Die Zinspolitik brauchte deshalb (und vor dem Hintergrund eines tendenziellen Leistungsbilanzüberschusses) das Gütermarktgeschehen im Prinzip nicht einzuschränken.

die alte Stellung der D-Mark wieder her, schoß allerdings dann über dieses Ziel hinaus, so daß in der Folgezeit ein Realignment unausweichlich wurde.

(3) Der Fall einer Inflationsbekämpfung im Leitwährungsland bei bestehendem allgemeinem Zahlungsbilanzgleichgewicht birgt schließlich die größte Sprengkraft für das Währungssystem. Die Partnerländer müssen nun die Zinserhöhungen der führenden Notenbank nachvollziehen, um das von *ihr* gestörte Devisenmarktgleichgewicht wiederherzustellen, und sie müssen infolgedessen intern mit eigenen Beschäftigungsverlusten die Kosten der Inflationsbekämpfung im Leitwährungsland mittragen. Die politische Bereitschaft, sich an diesen Kosten zu beteiligen, wird eher gering sein; damit sind Spekulationen über institutionelle Neuordnungen (Paritätsänderungen, erweiternde Bandbreiten, Ausschluß einzelner Länder etc.) unvermeidlich.

Die allgemeine Unsicherheit auf den Finanzmärkten muß in diesem Fall besonders groß sein, weil die Signale im Hinblick auf den Kurs der Leitwährung divergieren: Ein Inflationsproblem in einem beliebigen Partnerland löst naheliegenderweise eher *Abwertungserwartungen* aus, eine isolierte Zinssteigerung in diesem Land verschiebt deshalb auch nicht die Kräfteverhältnisse auf dem Devisenmarkt, sondern ist gerade notwendig, um das externe Gleichgewicht zu erhalten. Eine gegen die Inflation im Leitwährungsland betriebene Zinspolitik induziert dagegen eher *Aufwertungserwartungen*, weil diese Zinssignale aufgrund der vermögenswirtschaftlich herausgehobenen Stellung des Leitwährungslandes auf den internationalen Finanzmärkten stärker durchschlagen als die für sich genommen einen Abwertungsbedarf anzeigende Preisentwicklung. Eine Abwertungserwartung für die Leitwährung kennzeichnet typischerweise erst die Spätphase einer chronischen Währungskrise, die in einer strukturellen Zerrüttung der Position des führenden Landes begründet ist. Immerhin: Es genügt an dieser Stelle die Feststellung, daß die Marktbedingungen durch *widersprüchliche* Erwartungen und Empfehlungen in bezug auf die Richtung einer möglichen Paritätsänderung der Leitwährung aus dem Lot geraten. Diese Pattsituation erschwert den immerhin denkbaren Versuch, der Währungskrise durch ein Realignment zu begegnen¹¹.

Die seitens der Bundesbank immer wieder propagierte Standardthese, eine Inflationsbekämpfung in der Bundesrepublik sei die Voraussetzung dafür, daß die D-Mark ihre Ankerrolle im EWS erfüllen könne, erweist sich nun als überaus problematisch. Richtig ist, daß das *Vorliegen* von Geldwertstabilität die nationale und internationale Geldfunktion der D-Mark absichert. Die *Herstellung* von Geldwertstabilität mittels restriktiver Geldpolitik stört hingegen die Funktionsbedingungen eines Leitwährungssystems. Die Schlußfolgerung ist, daß die Binnenstabilität einer Währung durch andere als durch makropolitische Maßnahmen *gegeben* sein muß (etwa durch eine kooperative, auf gesamtwirtschaftliche Verantwortung angelegte Lohnpolitik), damit sich die führende Notenbank auf ihre ureigene Aufgabe einer Stabilisierung des externen Gleichgewichts und des Leitwährungssystems insgesamt konzentrieren kann.

Das Grundproblem: Überbestimmtheit des Währungssystems oder fehlender Anker für die Ankerwährung

Die naheliegende Frage ist nun, ob frühere Leitwährungssysteme nicht in ähnlicher Weise Störungen ausgesetzt waren, wie sie oben für das EWS beschrieben wurden. Im Gold-

¹¹ In der aktuellen Diskussion stehen sich denn auch Forderungen nach einer Aufwertung und einer Abwertung der D-Mark gegenüber, für die sich jeweils durchaus Argumente vorbringen lassen (vgl. Artis/Lewis 1993, 39f; Spahn 1993).

Pfund-Standard des späten 19. und frühen 20. Jahrhunderts orientierte sich die Bank von England als führende Notenbank der Welt in erster Linie am Devisenmarktgleichgewicht, d.h. sie achtete auf die Konstanz des Pfund-Kurses gegenüber der Gruppe aller übrigen Währungen. Das eigentliche Ziel war dabei freilich nicht, diese Fremdwährungen zu stabilisieren (denn das *Pfund* war ja die Leitwährung, an der sich alle anderen auszurichten hatten), sondern Goldabflüsse zu verhindern, die bei einem allgemeinen Pfund-Überschußangebot auf dem Devisenmarkt drohten: Denn die Bank von England hätte sich die jeweils knappe Währung durch Abgabe von Gold bei der betreffenden Emissionsbank beschaffen müssen, um damit die eigene Währung anzukaufen und so das Pfund-Überangebot vom Markt zu nehmen. Die Alternative, einfach eine Abwertung des Pfund-Kurses in Relation zu einer besonders gefragten anderen Währung hinzunehmen, bestand deshalb nicht, weil die Pfund-Besitzer die gewünschte Fremdwährung dann nicht zu gestiegenen Preisen auf dem Devisenmarkt erworben hätten, sondern statt dessen bei der Bank von England zur "ewig gültigen" Parität Pfund gegen Gold getauscht und damit bei der fremden Notenbank zu einer entsprechenden, ebenfalls "ewig gültigen" Goldparität die gewünschte Währung gekauft hätten.

Das Ergebnis wäre in jedem Falle ein Goldverlust der Bank von England und damit letztlich ein Vertrauensverlust im Hinblick auf die Position des Pfundes auf den Weltmärkten gewesen, der dann früher oder später über steigende Zinsen hätte bekämpft werden müssen. Es war deshalb vorteilhafter, einen solchen Goldverlust gar nicht erst eintreten zu lassen und über eine entsprechende Zinspolitik die Kapitalbewegungen so zu steuern, daß das *allgemeine* Devisenmarktgleichgewicht des Pfundes gewahrt blieb. Die übrigen Notenbanken verteidigten dagegen mittels Zinspolitik den Kurs jeweils *ihrer* Währung gegenüber dem Pfund.

Die Spekulation agierte in diesem System als *stabilisierender* Faktor: Die als unantastbar geltende "restoration rule" (McKinnon 1993) besagte, daß nach einer zeitweiligen Suspendierung der Goldbindung einer Währung die Konvertibilität *zur alten Goldparität* wiederherzustellen war - wenn nötig, über eine interne Deflationspolitik¹². Erst spätere Währungsordnungen setzten mit der expliziten Anerkennung der Möglichkeit von Paritätsänderungen das Problem des "hot money" in die Welt, d.h. die destabilisierende Spekulation durch kurzfristige Kapitalbewegungen bei einem erwarteten oder auch nur für möglich gehaltenen Realignment¹³. Die Glaubwürdigkeit des Gold-Pfund-Standards basierte auch darauf, daß in Krisenzeiten eine Kooperation der Notenbanken erwartet werden konnte, weil sie von internen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen weitgehend befreit waren. Die merkantilistischen Erkenntnisse über die realwirtschaftlichen Wirkungen der Geldpolitik waren in der Ära der klassischen Ökonomie verlorengegangen und Arbeitslosigkeit war aus politischen Gründen noch kein Thema. Beides änderte sich dann in der Ära des Keynesianismus¹⁴.

¹² An den politisch-ökonomischen Folgen dieser Politik scheiterte England schließlich in den 20er Jahren. Aber noch 1931, als England seine Goldparität endgültig aufhob, waren die Währungsmanager erstaunt darüber, daß man so etwas tun konnte: "Nobody told us we could do this" (zit. nach Artis/Lewis 1993, 50).

¹³ Modische Erklärungen, die dieses Störpotential an die enorm gestiegenen Umsätze und "revolutionären" Techniken auf den internationalen Finanzmärkten binden, greifen preistheoretisch zu kurz und bleiben einer Symptomebene verhaftet.

¹⁴ "Because of weak labor movements and a generally poor appreciation by the public of the links between monetary policy and the real economy, in the latter part of the nineteenth century there was little political pressure on central banks to manipulate the exchange rate in order to maintain high levels of output and employment. Further, in the prewar period it was widely expected that, in the event of an exchange crisis, the major central banks would cooperate to protect the established parities. (...) In

Das aus heutiger Sicht vielleicht erstaunlichste Faktum des Gold-Pfund-Standards war, daß der Verzicht auf interne Zielsetzungen der Geldpolitik auch den *Verzicht auf die Stabilisierung des Güterpreisniveaus* einschloß. Geldwertstabilität wurde am Wechselkurs bzw. an der Goldparität (dem internen Wechselkurs) gemessen, nicht an den Güterpreisen.

"In der guten alten Zeit der Goldwährungen gab es keine Problematik der Geldwertstabilität im heutigen Sinne. (...) Preisveränderungen wurden der Güterseite, nicht der Geldseite zugeschrieben. Die Währung galt als stabil, wenn die Wechselkurse stabil waren, und für die Stabilität der Wechselkurse sorgte der Automatismus der Goldwährung. (...) Auch der Goldstandard garantierte kein absolut stabiles Preisniveau. Es gab Zeiten, in denen das allgemeine Preisniveau rückläufig war, und es gab Zeiten, in denen es nach oben ging. (...) Dieses Auf und Ab der Preise wurde unter der Herrschaft des Goldstandards ebenso wie das Auf und Ab der Konjunkturen mehr oder weniger als etwas Gottgegebenes hingenommen (...). Auf den Gedanken, daß das Geld in Zeiten rückläufiger Preise einen höheren und in Zeiten steigender Preise einen geringeren Wert haben sollte, kam niemand."

Karl Blessing (1962, 159f)

Preisniveauschwankungen waren für die Geldpolitik natürlich nicht irrelevant, wurden aber erst als *währungspolitisches* Problem perzipiert, d.h. wenn sie vermittelt über Leistungs- oder Kapitalbilanzänderungen das externe Gleichgewicht zu gefährden drohten. Damit wird nun die markttheoretische Ursache für die Konsistenz der Systemnormen im Gold-Pfund-Standard deutlich: Sie liegt darin, daß die Geldpolitik jedes Landes nur an *einen* nominalen Anker gebunden war - den Wechselkurs. Widersprüchliche Handlungsimperative waren deshalb auch für das Leitwährungsland ausgeschlossen.

Keynes (1923) plädierte dann mit einer schonungslosen Analyse der Verteilungs-, Beschäftigungs- und Wohlfahrtseffekte von Güterpreisschwankungen dafür, anstelle des Wechselkurses das Preisniveau konstant zu halten, und läutete damit die Ära einer Nationalisierung der Geldpolitik ein. Der Monetarismus vollendete dann die keynesianische Hinwendung zu den Zielen *nationaler* Wirtschaftspolitik und löste das Dilemma der Geldpolitik mit seiner Forderung nach völliger Wechselkursflexibilisierung. Die späteren Erfahrungen bestätigten jedoch wieder die klassische Anschauung einer Vorteilhaftigkeit fester Wechselkurse - zumindest innerhalb bestimmter Währungsblöcke, die sich durch ein hohes Maß an güter- und finanzwirtschaftlicher Integration auszeichnen. Die Architekten währungspolitischer Systeme bemühten sich dabei um institutionelle Konstrukte, die ohne eine hervorgehobene Leitwährung auskommen sollten¹⁵; der Markt etablierte jedoch zunächst weltweit den Dollar, dann in Europa die D-Mark.

Die Debatten kreisten dann vornehmlich um die - nun als Asymmetrie beklagte - alte Erkenntnis, daß n-1 Länder in einem Leitwährungssystem keine unabhängige Geldpolitik verfolgen können. Aber tatsächlich stand die viel wichtigere Frage im Raum, an welchem Anker die *Leitwährung* orientiert werden sollte, wenn das "barbarische Relikt" der Goldbindung aufgehoben war. Denn im Gold-Pfund-Standard hatte letztlich der Weltgoldvorrat die Rolle der Geldpolitik des (fiktiven) n-ten Landes gespielt; die Hegemoniestellung der einstmals übermächtigen Bank von England schmolz dahin, als die Goldbestände sich in den Kellern des US-Notenbanksystems sammelten. Erst mit dem

order to buy labor peace during the war, many governments greatly expanded the rights of workers to participate in the political process and to unionize. (...) This democratization, coupled with a better understanding of the links between central bank actions and domestic economic activity, eliminated the presumption that external stability would always take precedence over internal stability as a goal for monetary policy" (Bernanke 1993, 260f).

¹⁵ McKinnon (1993) zufolge galt dies auch für den "Geist" des Bretton-Woods-Systems.

Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems wurde das Gold dann endgültig demonetisiert. Als naheliegende Lösung zur Besetzung dieses so entstandenen Freiheitsgrades bot sich die Preisniveaustabilisierung an; schließlich sollte es keinen Unterschied machen, ob die führende Notenbank den Preis eines einzelnen Gutes (Gold) oder eines Güterbündels (Sozialprodukt) stabilisierte.

Die Krise des EWS zeigt nun, daß dies nicht funktioniert. Die Analogie zwischen Gold und dem Aggregat aus Zahnbürsten und Walzstraßen ist falsch. Denn Gold entsteht zwar aus einem Produktionsprozeß - und sei es aus der Seeräuberei, mit der Francis Drake einst den Goldschatz der Bank von England begründete -, erfüllte seine Funktion jedoch als knappgehaltenes *Vermögensaktivum*, als Währungsreserve. Stabilisierung des Goldpreises, d.h. des internen Wechselkurses, ist demnach *Währungspolitik*, die sich auf den Devisenmarkt richtet. Stabilisierung des allgemeinen Preisniveaus ist dagegen *Nachfragepolitik*, die eine Beeinflussung der Aktivität auf dem nationalen Gütermarkt intendiert. Und wie oben bereits ausgeführt, *können* die vom Devisen- und Gütermarkt ausgehenden Signale im Hinblick auf die geforderte Notenbankpolitik in die gleiche Richtung weisen - aber sie müssen es nicht.

Das Ergebnis dieser Überlegungen ist, daß Spannungen und Krisenerscheinungen im EWS weder auf ein singuläres Ereignis wie die deutsche Währungsunion noch auf eine pathologische Halsstarrigkeit der Bundesbank zurückzuführen sind, sondern auf einem marktlogischen Konstruktionsmangel des Systems beruhen: Es ist im Hinblick auf die Ziele überbestimmt, weil die Bundesbank neben dem *externen* Gleichgewicht an einen *internen* nominalen Anker gebunden ist, der zumindest zeitweise zu einer Geldpolitik zwingt, die das Devisenmarktgleichgewicht und damit die Volkswirtschaften der Partnerländer destabilisiert.

Die auf Inflationsbekämpfung angelegte Grundlinie der deutschen Geldpolitik gerät deshalb nun nicht nur ins Visier derjenigen, die diesen Kurs aus beschäftigungspolitischen Gründen von je her kritisieren. Selbst der Sachverständigenrat konstatiert: "Eine aus deutscher Sicht wohl begründete restriktive geldpolitische Linie kann sich aus europäischer Sicht als unangemessen restriktiv darstellen" (1993, Zf. 334). Aber aus der Anerkennung dieses Konflikts zwischen internen und externen Aufgaben der deutschen Geldpolitik ist lediglich die Empfehlung für einen pragmatischen Gradualismus ableitbar, der sich auf die Erwartungsbildung der privaten Akteure letztlich desorientierend auswirken muß.

Am anderen Ende des Spektrums steht die kompromißlose Position von Riese (1993). Danach kann schon aus markttheoretischen Gründen nur der Wechselkurs eine Zielgröße für die Zinspolitik sein, weil sich Ziel und Instrument auf den gleichen Markttyp beziehen: auf den Geld- bzw. Devisenmarkt, auf dem monetäre Bestandsgrößen, nämlich auf verschiedene Währungen lautende Finanzforderungen gehandelt werden. Keynesianische Steuerung der Beschäftigung und monetaristische Steuerung des Preisniveaus stellen dagegen nur teleologisch verschieden begründete Varianten einer grundsätzlich marktinkonformen Geldpolitik dar, die auf eine Interaktion zwischen Vermögens-, Güter- und Arbeitsmarkt, d.h. zwischen Bestands- und Strommärkten mit ihren unterschiedlichen Formen der Preisbildung, zielt. Beide Ansätze postulieren auf der Grundlage angeblich stabiler Verhaltensbeziehungen (Geldnachfrage-, Konsum-, Investitions-, Beschäftigungs-, Preissetzungs-"Funktionen" etc.) eine faktisch nicht gegebene Steuerbarkeit makroökonomischer Prozesse, bleiben damit prozeßpolitisch orientiert, obwohl allein der ordnungspolitische Aspekt einer am Wechselkurs gemessenen monetären Stabilität Richtschnur der Geldpolitik sein müsse. Danach hat die Zinspolitik ein Devisenbilanzgleichgewicht bei konstantem Wechselkurs und damit zugleich die seitens grenzüberschreitend agierender Anleger geforderte internationale Konvertibilität von Vermögensbeständen zu sichern.

Aber die Geldpolitik des Leitwährungslandes kann sich eben nicht auf die Wahrung des externen Gleichgewichts beschränken, weil im System dann ein letzter nominaler Anker fehlt. Stabilisierung des DM-Wechselkurses durch die Bundesbank bei zunehmender Geldentwertung in allen Partnerländern hieße dann Bestätigung einer europaweiten Inflation und Inflationsimport auch in der Bundesrepublik, weil die Bundesbank einen wachsenden DM-Bedarf auf dem Devisenmarkt zu befriedigen hätte. Als Alternative bietet sich eine DM-Aufwertung an. Ohne Zweifel wäre dies für die deutsche Seite des Problems eine elegante Lösung, weil außen- und binnenwirtschaftliches Gleichgewicht zumindest tendenziell mit *einem* Instrument, dem Wechselkurs, realisiert werden könnten. Aber während eine solche Aufwertung über ihre Preis- und Profitabilitätseffekte die Inflation in Deutschland dämpft, muß die spiegelbildliche Abwertung in den übrigen Ländern die dortige Geldentwertung weiter anheizen. Schließlich ist zu fragen, was von einem Leitwährungssystem mit fixen Kursen übrig bleibt, wenn Inflationsdifferenzen über - angesichts der Spekulation immer rascher zu vollziehende - Wechselkursanpassungen neutralisiert würden.

Das Dilemma der Leitwährungsordnung besteht heute somit darin, daß Wechselkurs- und Preisniveaustabilisierung einen doppelten nominalen Anker für die Geldpolitik darstellen, was zumindest phasenweise zu konfligierenden Handlungsimperativen im System führen muß. Das "klassische" System der Gold-Pfund-Ära war demgegenüber konsistent, weil es auf das interne Gleichgewicht als eigenständiges Ziel verzichtete und selbst die Leitwährung mit der Goldbindung über eine - letztlich wiederum währungspolitische - Verankerung verfügte. Aus dem heutigen Dilemma gibt es kein Entrinnen, weil keine Möglichkeit einer externen Verankerung der Leitwährung in Sicht ist¹⁶ und vor allem auf die interne Geldwertstabilität als Ziel nicht mehr verzichtet werden kann.

Als Ausweg aus diesem Dilemma wird die Einkommenspolitik genannt, die Preisstabilität über eine zurückhaltende Lohnpolitik sichern und zugleich der Geldpolitik den Rücken für die Orientierung am externen Gleichgewicht freimachen soll (Riese 1993). Aber die Hoffnungen auf ein derartiges "monetary management by the unions" sollten nicht zu hoch gespannt werden. Schon den Versuchen, die Gewerkschaften mit dem Verweis auf *nationalwirtschaftliche* Stabilisierungserfordernisse von einer die Marktspielräume ausschöpfenden und zuweilen überreizenden Lohnpolitik abzuhalten, war wenig Erfolg beschieden. Appelle an die Verantwortung der Lohnpolitik im Rahmen einer *internationalen* Währungsordnung erscheinen nicht aussichtsreicher. Die Ablösung der Goldwährung durch eine Lohnwährung, die die Umorientierung der Wirtschaftspolitik von außen- zu binnenwirtschaftlichen Zielen markiert, wäre nicht nötig gewesen, wenn sich die Interessenverfolgung der Lohnarbeiter weiterhin den abstrakten Systemnormen der internationalen Geldordnung hätten unterordnen lassen.

Die Alternativen: Freihandelszone oder Währungsunion

Die Chancen, das EWS gemäß der alten Spielregeln wieder zu etablieren, werden heute allgemein als gering eingeschätzt, weil sich die Marktbedingungen mit der weitgehenden Liberalisierung der Kapitalbewegungen im Jahr 1990 geändert haben. Die durch "fundamentale" Diskrepanzen in der relativen Leistungsfähigkeit der Teilnehmerländer notwendig werdenden Realignments können nicht mehr wie früher jahrelang aufgeschoben

¹⁶ Eine Bindung der D-Mark an den Dollar oder an den Yen macht keinen Sinn, weil dieses "Ersatzgold" wiederum nach wirtschafts- und währungspolitischen Normen gemanagt wird, die mit den europäischen Bedürfnissen nicht unbedingt vereinbar sind, und im übrigen ein damit entstehendes Leitwährungssystem auf Weltebene die beschriebenen Funktionsdefizite nur reproduziert.

werden¹⁷ - vor allem weil der 1987 begonnene Versuch, die Paritäten gegen die Marktkräfte zu verteidigen, um den Einstieg in die Währungsunion vorzubereiten, auf so eindrucksvolle Weise gescheitert ist. Wenn Leitwährungssysteme mit festen Wechselkursen keine tragfähige Ordnung mehr darstellen, bleiben zwei Alternativen:

Die erste wäre eine *Rückkehr zu flexiblen Wechselkursen*, verstanden jedoch nicht als Rückfall auf eine nationalstaatliche Wirtschaftspolitik, sondern als Versuch, mittels einer Freihandelszone den europäischen Integrationsprozeß fortzusetzen und dabei auch nach Möglichkeit die sich entwickelnden Marktwirtschaften in Osteuropa einzuschließen¹⁸. Gerade in einem handelswirtschaftlich integrierten Wirtschaftsraum ist aber die *politische* Tragfähigkeit flexibler Kurse gefährdet, weil nationale Unternehmen die Wettbewerbseffekte von - möglicherweise vom Ausland politisch gesteuerten - Kursänderungen als unfair empfinden und von den eigenen Regierungen pekuniäre oder protektionistische Unterstützungen einzuklagen versuchen (vgl. Eichengreen 1993).

Die zweite Alternative ist der *Übergang zur Währungsunion*, wobei sich als Einstiegsmodell eine "kleine Variante" unter Beteiligung derjenigen Länder empfiehlt, in denen bereits heute die innere Geldwertstabilität weitgehend gefestigt ist; neben Deutschland wäre an die Benelux-Länder, Frankreich, Dänemark und Österreich zu denken (vgl. Menkhoff/Sell 1992). Die Eurozentralbank hätte hier über Zinsvariationen als Zielgröße das gemeinsame Preisniveau stabil zu halten (wobei der Geldmenge allenfalls eine Informationsfunktion bei der Durchführung der Geldpolitik zukommen kann). Der Wechselkurs der Eurowährung sollte grundsätzlich flexibel sein; allerdings stünde es jedem der übrigen europäischen Länder frei, seine Währung einseitig an die Eurowährung zu binden, wenn und solange es sich davon Vorteile verspricht.

Je größer die Währungsunion schließlich wird, desto mehr wird sich zeigen, daß die im EWS zutagegetretenen Probleme nicht aufgehoben, sondern z.T. lediglich eine andere Form annehmen. Unterschiede in der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit werden dann einen struktur- und subventionspolitischen Handlungsbedarf erzeugen, zu dessen Bewältigung eine zentrale Administration mit entsprechenden Handlungsvollmachten und Finanzmitteln auszustatten ist. An der Notwendigkeit des Aufbaus einer neuen staatlichen, d.h. europäischen Politikebene wird kein Weg vorbeiführen. Die damit verbundenen Probleme im Hinblick auf regulative Konflikte und insbesondere auf die Finanzierung dieser Staatstätigkeit sind evident. Ob sie durch die allseits beschworenen statischen und dynamischen Wohlfahrtseffekte einer Währungsunion aufgewogen werden können, darf bezweifelt werden.

Entscheidend bleibt letztlich die stabilitätspolitische Problematik. Eines der interessantesten Argumente *für* die (große) europäische Währungsunion ist die Hoffnung, daß die (zentrale) Notenbank damit einen strategischen Handlungsvorsprung vor den Gewerkschaften erlangen kann, einfach weil letztere im Gesamtsystem nun "zu klein" seien, um die Geldpolitik zu einer Alimentierung stabilitätswidriger Lohnabschlüsse zu zwingen. Die Theorien optimaler Währungsräume werden so um eine weitere Variante bereichert: "Optimal ist ein Währungsraum, der nennenswert größer (...) ist als der Raum, für den sich

¹⁷ "The EMS was a hybrid of pegged and adjustable exchange rate regimes. Extended periods of exchange rate stability delivered many of the benefits of fixed rates, while periodic realignments redressed serious competitiveness problems. But periods of exchange rate stability punctuated by occasional realignments were possible only because capital controls protected central banks' reserves against speculative attacks motivated by anticipations of realignment" (Eichengreen 1993, 1328).

¹⁸ "The Maastricht Treaty itself looks like a relic of the Cold War. A looser but broader confederation embracing EFTA and the old communist countries, and stripped of many monetary and political ambitions, provides an alternative vision to Maastricht for the way ahead" (Artis/Lewis 1993, 59; vgl. Spahn 1992: 111ff).

ein wirksames Lohnkartell etablieren läßt" (Sievert 1992, 15; vgl. Matthes 1993). Auch durch den *Verzicht* auf eine nivellierende europäische Arbeitslosenversicherung soll in realwirtschaftlich weniger wettbewerbsfähigen Regionen eine größere Flexibilität und Differenzierung der Lohnpolitik erreicht werden.

Dies ist jedoch eine merkwürdige Theorie über die Evolution gesellschaftlicher Systeme: Sie suggeriert, es läge in der Hand der heutigen Europa-Architekten, gleichsam nur soviel Europa wie nötig entstehen zu lassen. Als ob man die Geldpolitik auf einer gemeinsamen höheren Ebene integrieren, die harmoniestörenden Elemente wie das sozialstaatliche Anspruchsdenken und die gewerkschaftliche Lohnpolitik hingegen auf die Ebene der Kleinstaaterei beschränken könnte! Die Entwicklung wird zeigen, daß Europa nur ganz oder gar nicht zu haben ist.

Literatur

- Allsopp, C. 1993: The Assessment - Strategic Policy Dilemmas for the 1990s. In: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 9, No. 3.
- Artis, M. J. / M. K. Lewis 1993: Après Le Déluge - Monetary and Exchange-Rate Policy in Britain and Europe. In: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 9, No. 3.
- Bernanke, B. S. 1993: The World on a Cross of Gold - A Review of 'Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939'. In: Journal of Monetary Economics, Vol. 31, April.
- Blessing, K. 1962: Das Problem der Geldwertstabilität. In: Erbe, W. u.a. (Hg.): Währung zwischen Politik und Wirtschaft, Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Blinder, A. S. 1987: The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience. In: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 123.
- Deutsche Bundesbank 1991: Monatsbericht Juni, Frankfurt.
- Eichengreen, B. 1993: European Monetary Unification. In: Journal of Economic Literature, Vol. 31, September.
- Emminger, O. 1986: D-Mark, Dollar, Währungskrisen, Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Keynes, J. M. 1923: A Tract on Monetary Reform, London: Macmillan.
- Matthes, H. 1993: Währungsunion mit der Peripherie? In: Deutsche Bundesbank (Hg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 2, 8.1.1993
- McKinnon, R. I. 1993: The Rules of the Game - International Money in Historical Perspective. In: Journal of Economic Literature, Vol. 31, March.
- Menkhoff, L. / F. L. Sell 1992: Überlegungen zu einem optimalen DM-Währungsraum. In: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Bd. 112.
- Riese, H. 1993: Das Grundproblem der Wirtschaftspolitik, Manuskript, Freie Universität Berlin.
- Sachverständigenrat 1993: Jahresgutachten 1993/94, Bundestagsdrucksache 12/6170, Bonn.
- Sievert, O. 1992: Geld, das man nicht selbst herstellen kann - Die Lohn- und Finanzpolitik der Nationalstaaten in der Disziplin der Europäischen Zentralbank. In: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 70, 9.10.1992.
- Spahn, H.-P. 1992: Leitwährungsfunktion und Zahlungsbilanz - Goldstandard, EWS und die Zukunft der DM-Hegemonie in Europa. In: C. Köhler / R. Pohl (Hg.): Währungspolitische Probleme im integrierten Europa, Berlin: Duncker & Humblot.
- Spahn, H.-P. 1993: Das Dilemma der Wirtschaftspolitik in der Bundesrepublik Deutschland. In: Konjunkturpolitik, Bd. 39, H. 1/2.
- Thomasberger, C. 1993: Europäische Währungsintegration und globale Währungskonkurrenz, Tübingen: Mohr.
- Weber, A. A. 1991: Reputation and Credibility in the European Monetary System. In: Economic Policy, Vol. 12, April.