

# **Der Delors-Plan und die Anforderungen an eine gemeinsame Europäische Geldpolitik**

Von Manfred Willms, Kiel

## **I. Einführung**

Im April 1989 hat die *Delors*-Kommission ihren Bericht zur Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft vorgelegt, der vom Europäischen Rat auf seiner Sitzung im Juni 1988 in Hannover in Auftrag gegeben worden war. Dabei bestand die Aufgabe der *Delors*-Kommission nicht darin zu prüfen, ob eine Währungsunion für die Realisierung der Wirtschaftsunion notwendig ist und welche Vor- und Nachteile sie für die einzelnen Länder bringt. Vielmehr ging es allein darum, konkrete Schritte zur Verwirklichung der Währungsunion mit einer europäischen Einheitswährung als Endziel zu entwickeln.

Von den grundsätzlich bestehenden Möglichkeiten zur Schaffung einer Währungsunion, nämlich der Wettbewerbslösung über eine Parallelwährung oder einen allgemeinen Wettbewerb europäischer Zahlungsmittel und der hoheitlich verordneten Monopollösung, hat sich die *Delors*-Kommission für den monopolistischen Weg entschieden. Die Europäische Währungsunion soll in einem dreistufigen bürokratisch geregelten Prozeß, in dessen Endstufe eine europäische Einheitswährung eingeführt wird, durchgesetzt werden.

Für die Ausgestaltung der Phase 1 sind die Vorschläge relativ konkret und unproblematisch. Für die entscheidende Phase 2, in der das Europäische Zentralbanksystem (EZBS) als Institution geschaffen werden soll, sind sie dagegen wenig spezifiziert. Welche Aufgaben sollen in dieser Phase die nationalen Zentralbanken erfüllen und welche sollen vom EZBS übernommen werden? Welche Ziele und Zwischenziele der Geldpolitik sollen auf den einzelnen Ebenen angestrebt und welche Instrumente eingesetzt werden? Konkrete Vorstellungen hierüber sind notwendig, weil die Gründung des EZBS mit der Übertragung geldpolitischer Hoheitsrechte von der nationalen Ebene auf die EZBS-Ebene verbunden ist und eine Neufassung sowohl des EG-Vertrags als auch der Notenbankgesetze der einzelnen Länder erforderlich macht.

Vor allem aus deutscher Sicht läßt sich die Position vertreten, daß in der Phase 2 kein Bedarf an der Errichtung eines EZBS besteht, da mit der Deutschen Bundesbank ein anerkannt funktionsfähiges Zentralbanksystem vorhanden ist, von dessen Geldpolitik sogar eine gewisse Vorreiterrolle in der Europäischen Gemeinschaft (EG) ausgeht. Demgegenüber würden durch die schrittweise Übertragung nationaler geldpolitischer Kompetenzen auf das EZBS in der Phase 2 unnötige Risiken eingegangen. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft geht daher sogar soweit, die gesamte Phase 2 für überflüssig zu halten<sup>1</sup>. Diese Frage, ob das EZBS und die Phase 2 wünschenswert sind oder nicht, wird in dem vorliegenden Beitrag nicht untersucht. Es wird vielmehr die Position eingenommen, daß mit der Gründung des EZBS und der Abwicklung der Phase 2 gerechnet werden muß. Daher ist es erforderlich, sich mit den Konsequenzen der im *Delors*-Bericht und von einigen seiner Mitglieder darüber hinaus gemachten Vorschlägen auseinanderzusetzen.

Der vorliegende Beitrag stellt keine vollständige Diskussion des *Delors*-Berichts dar, sondern greift vor allem die für die Geldpolitik relevanten Aspekte heraus. Er geht insbesondere auf die von dem einzigen Vertreter der Wissenschaft in der Delors-Kommission, *Thygesen*, und dem italienischen Zentralbankpräsidenten *Ciampi* unterbreiteten Vorschläge zur operationalen Ausgestaltung der europäischen Geldpolitik in der Phase 2 ein. Es wird weiterhin versucht, aufzuzeigen, welche institutionellen Ausgestaltungen für ein funktionsfähiges EZBS erforderlich sind und welche als überflüssig angesehen werden können.

## II. Ausgangslage im Europäischen Währungssystem

Im Europäischen Währungssystem (EWS) gibt es derzeit zwölf Währungen und die Korb-ECU als offizielle Verrechnungseinheit. Am Wechselkursmechanismus nehmen jedoch nur neun der zwölf EG-Länder, davon zwei (Italien und Spanien) mit Sonderstatus, teil. Für die teilnehmenden Währungen sind maximale Abweichungen von den durch die Regierungen festgesetzten Leitkursen von  $\pm 2,25\%$  bzw.  $\pm 6\%$  zugelassen. Zur Einhaltung der Bandbreiten bestehen Interventionsverpflichtungen der Zentralbanken, die durch Devisenbereitstellungen in Form von Swaps aus dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) und ein abgestuftes Kreditbeistandssystem der beteiligten Länder unterstützt wer-

---

<sup>1</sup> Vgl. Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft zum Bericht des *Delors*-Ausschusses, Bonn, Juni 1989, Ziffer 2.

den. Anpassungen der Leitkurse durch die Regierungen sind im gegenseitigen Einvernehmen möglich.

Das EWS ist so konstruiert, daß die beteiligten Länder ihre traditionellen Endziele, Zwischenziele und Instrumente der Geldpolitik nicht explizit aufzugeben brauchen. Anstelle einer primären Orientierung der Geldpolitik am Endziel der Preisniveaustabilität können einzelne Mitgliedsländer ihre Geldpolitik nach wie vor primär im Rahmen einer kurzfristig ausgerichteten Beschäftigungspolitik oder zur Finanzierung öffentlicher Haushaltsdefizite einsetzen<sup>2</sup>. Die Folgen einer nicht an Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik sind im EWS dieselben wie in einem System flexibler Wechselkurse: Die Währungen stärker inflationierender Länder geraten langfristig unter Abwertungsdruck. Im Gegensatz zu flexiblen Wechselkursen erfordert die Neuanpassung der Wechselkurse im EWS jedoch Verhandlungen zwischen den Regierungen, durch die die unsolide Geld- und Finanzpolitik bei den einem Abwertungserfordernis unterliegenden Währungen auch nach außen hin offenbart wird. Um nicht in derartige Abwertungszwänge zu geraten, haben einzelne EWS-Länder dem Ziel einer an der Preisniveaustabilität orientierten Geldpolitik in den vergangenen Jahren ein stärkeres Gewicht beigemessen als zuvor. Im Endeffekt hat dies dazu geführt, daß wichtige Teilnehmerländer am Wechselkursverbund ihre Geldpolitik an der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank ausgerichtet haben und die Deutsche Mark damit de facto eine Leitwährungsfunktion im EWS übernommen hat.

In bezug auf die Zwischenziele der Geldpolitik läßt sich folgendes feststellen: Die größeren Länder (Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Italien und bis zu einem gewissen Grad auch Spanien und Irland) verwenden Zwischenziele in der Form monetärer Aggregate, die sie bei starken Wechselkursschwankungen allerdings nicht immer einhalten. Die meisten kleineren Länder verfolgen reine Wechselkursziele.

Zur Steuerung der Geldmengenaggregate bzw. zur Beeinflussung des Wechselkurses dient in allen Mitgliedsländern der Geldmarktzins als kurzfristiges operatives Zwischenziel<sup>3</sup>. Er wird seinerseits über die geldpolitischen Instrumente der Diskont-, Offenmarkt- und Mindestreservpolitik gelenkt. Zur Abschwächung der Wirkung ihrer geldpolitischen Maßnahmen auf den Wechselkurs behindern einige Länder die internationalen Kapitalströme durch Kapitalverkehrskontrollen.

<sup>2</sup> Ähnlich auch P. Bofinger, Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa, in: Kredit und Kapital, 21. Jg. (1988), S. 333.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu die umfassende Ländervergleichsstudie der Bank for International Settlements, Changes in Money-Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications, Basel 1986.

Der geldpolitische Koordinationsmechanismus vollzieht sich im EWS neben einem Parallelverhalten zur Geldpolitik der Deutschen Bundesbank über informelle Abstimmungen der Zentralbanken und über einen Informationsaustausch in bezug auf die geldpolitischen Endziele, Zwischenziele und Instrumente im Rahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten (AdZBP) sowie des EG-Währungsausschusses.

### III. Vorgesehene Ausgestaltung der europäischen Geldpolitik

In den Grundfragen der Ausgestaltung der europäischen Geldpolitik werden von der *Delors*-Kommission klare Positionen bezogen. Das Europäische Zentralbanksystem soll unabhängig von Weisungen der nationalen Regierungen und Gemeinschaftsorgane sein. Darüber hinaus soll es dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet sein<sup>4</sup>. Nach den Vorschlägen der Kommission soll der Übergang zur Währungsunion schrittweise erfolgen<sup>5</sup>.

#### 1. Eingangsstufe: Phase 1

Im monetären Bereich sollen in der ersten Phase zunächst einmal alle zwölf Gemeinschaftswährungen in den Wechselkursmechanismus einbezogen werden. Hinsichtlich der Wechselkursregulierungen und der Entscheidung über Leitkursanpassungen sind keine Änderungen vorgesehen. Das gleiche gilt weitgehend auch für die Endziele und Zwischenziele der Geldpolitik.

Allerdings sieht der *Delors*-Bericht bereits in der Phase 1 einige in ihrer Wirkung nicht zu unterschätzende institutionelle und wirtschaftspolitische Veränderungen vor, von denen ein Druck zur Einigung auf eine gemeinsame geldpolitische Linie ausgehen soll<sup>6</sup>. Im einzelnen sind dies folgende Maßnahmen:

1. Aufhebung aller Kapitalverkehrskontrollen und Finanzmarktregulierungen.
2. Abgabe von Stellungnahmen des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten zur Geld- und Wechselkurspolitik der einzelnen Länder.
3. Anhörung des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vor der Festlegung jährlicher Geldmengenziele der einzelnen Länder.

<sup>4</sup> Bericht zur Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft, Brüssel, April 1989, Ziffer 32 (im folgenden zitiert als *Delors*-Bericht).

<sup>5</sup> Eine Übersicht über die in den einzelnen Phasen geplanten Schritte wird in der nachstehenden Tabelle gegeben.

<sup>6</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffer 52.



4. Einrichtung von drei Unterausschüssen beim Ausschuß der Zentralbankpräsidenten für die Harmonisierung der Geldpolitik, der Devisenmarktpolitik und für die Bankenaufsicht.
5. Konsolidierung der Staatshaushalte.

Die stärkste Wirkung in bezug auf die Harmonisierung der Geldpolitik dürfte hierbei von der Eliminierung der Kapitalverkehrskontrollen und der Deregulierung der Finanzmärkte ausgehen. Ohne sie führen bereits geringfügige Abweichungen der nationalen Geldpolitik vom Gemeinschaftskurs zu Situationen, die eine Änderung des Leitkurses erforderlich machen würden.

In der Phase 1 soll darüber hinaus erwogen werden, eine Stärkung der Autonomie solcher Zentralbanken vorzunehmen, die sich in einer de-facto-Abhängigkeit von der jeweiligen Regierung befinden.

## 2. Teststufe: Phase 2

Die zweite Phase ist nach dem *Delors*-Bericht als Phase der Einübung kollektiver Entscheidungen anzusehen. In dieser Phase soll das Europäische Zentralbanksystem als neue Institution errichtet werden<sup>7</sup>. Seine Aufgabe bestünde in Phase 2 darin, den Übergang von der Harmonisierung der Geldpolitik der nationalen Zentralbanken auf das EZBS als dem für die künftige Geldpolitik der EG verantwortlichen Entscheidungszentrum vorzubereiten.

Im *Delors*-Bericht sind die Ausführungen zur operationalen Ausgestaltung der Phase 2 äußerst knapp gehalten und wenig konkretisiert. Lediglich folgende Regelungen werden spezifiziert: 1. Bei der Anzahl der Währungen und der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder ergibt sich gegenüber der Phase 1 keine Änderung. 2. Bei den Wechselkursen ist eine Verengung der Bandbreiten vorgesehen, und bei den Leitkursen soll eine Anpassung nur noch in außergewöhnlichen Situationen möglich sein. 3. Die Entscheidung über Wechselkursanpassungen verbleibt nach wie vor bei den Regierungen.

Inzwischen liegen jedoch zwei Vorschläge von Mitgliedern der *Delors*-Kommission zur detaillierten operationalen Ausgestaltung der Phase 2 vor<sup>8</sup>. Die Analyse von *Thygesen* umfaßt Ansätze zur Aufgabenteilung zwischen

<sup>7</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffern 55, 57.

<sup>8</sup> N. *Thygesen*, A European Central Banking System – Some Analytical and Operational Considerations, Kopenhagen 1989; C. A. *Ciampi*, An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe, Rom 1989.

dem EZBS und den nationalen Zentralbanken bei der Endziel- und Zwischenzielorientierung sowie beim Einsatz der geldpolitischen Instrumente.

Nach dem *Thygesen*-Vorschlag sollte das EZBS zwei Endziele der Geldpolitik verfolgen, nämlich die Stabilisierung des Preisniveaus für in der EG produzierte Güter und die Aufrechterhaltung einer akzeptablen Leistungsbilanzposition gegenüber dem Rest der Welt. Als Endziel für die nationale Geldpolitik wird die Steuerung des nominalen Bruttosozialprodukts (entsprechend einem vorgegebenen Wachstumspfad) vorgeschlagen.

Als Zwischenziel der Geldpolitik sollte auf EZBS-Ebene die Gesamtgeldmenge der Mitgliedsländer und auf nationaler Ebene die inländische Komponente der Zentralbankgeldversorgung dienen. Auf beiden Ebenen wären Bandbreiten für Wachstumsraten der jeweiligen monetären Aggregate vorgeben und einzuhalten. Auf der nationalen Ebene käme als weiteres Zwischenziel die Stabilisierung der Wechselkurse gegenüber den Mitgliedswährungen des EZBS hinzu.

Die Analyse von *Ciampi* beschränkt sich auf den Steuerungsmechanismus monetärer Aggregate im Rahmen eines als dreistufigen Bankensystems konzipierten EZBS. Als wichtiges Instrument zur Steuerung der Gesamtgeldmenge ist nach dem *Ciampi*-Vorschlag auf EZBS-Ebene die Einführung von Reserven vorgesehen, die nur von dem EZBS geschaffen werden können und von den nationalen Zentralbanken in Relation zu dem von ihnen emittierten Zentralbankgeld gehalten werden müssen<sup>9</sup>. Neben der zwangsweisen Reservhaltung soll den nationalen Zentralbanken die Möglichkeit eingeräumt werden, sich Reserven über einen Refinanzierungsmechanismus beim EZBS zu beschaffen, der über einen Refinanzierungszins gesteuert wird. Als weiteres Instrument soll dem EZBS die Devisenmarktintervention gegenüber Drittländern übertragen werden. Hierzu wird die Einrichtung eines Europäischen Reservefonds (ERF), in den Währungsreserven der Mitgliedsländer des EZBS einzubringen sind, und dessen Gründung von einigen Mitgliedern der *Delors*-Kommission bereits für die Phase 1 gefordert wurde<sup>10</sup>, wohl unumgänglich sein. Bei den nationalen Zentralbanken tritt in bezug auf die Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums in der Phase 2 zwar keine Änderung ein, doch wird ihr geldpolitischer Spielraum weitgehend auf die Einhaltung von Zinsdifferenzen gegenüber den Mitgliedsländern zur Vermeidung von Wechselkursanpassungen zurückgeschnitten.

---

<sup>9</sup> Der *Ciampi*-Vorschlag zur Steuerung der Geldmenge im EZBS über ECU-Reserven wird weitgehend auch von *Thygesen* übernommen.

<sup>10</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffer 53.

**Geldpolitische Strukturen im EWS und im geplanten EZBS**

Phasen	Anzahl der Währungen	Anzahl der Teilnehmerländer	Wechselkursregulierungen	Entscheidungen über WK-Anpassungen	BR Deutschland			Instrumente der GP
					Stellung der Zentralbank	Endziele der GP	Zwischenziele der GP	
Ausgangslage im EWS	12 + Korb-ECU	9	Feste WK mit Bandbreiten $\pm 2,25\%$ bzw. $\pm 6\%$ ;  Leitkursanpassungen möglich	Regierungen	Autonomie	Primat der der Preisniveaustabilität	Geldmenge $M_3$ (explizit)  Dollar-Wechselkurs  Zins (operativ)	Offenmarkt-, Diskont-, Mindestreservepolitik  Devisenmarktinterventionen
Phase 1 (ab 1. 7. 90)	12 + Korb-ECU	12	wie oben	wie oben	formale Autonomie, aber Stellungnahmen des AdZBP zur GP und WKP sowie Anhörung bei ex-ante Festlegung v. M-Zielen	wie oben	wie oben	wie oben
Phase 2 (Beginn nicht terminiert)	12 + Korb-ECU	12	Verengung der Bandbreiten;  Leitkursanpassungen nur in außergewöhnlichen Situationen	wie oben	Einschränkung der Autonomie zugunsten EZBS	Nachfragesteuerung gemäß vereinbartem Zielkorridor	Steuerung der inländ. Komponente der Zentralbankgeldversorgung gemäß vereinbartem Zielkorridor  WK-Stabilisierung gegenüber Mitgliedsländern	Offenmarkt- und Diskontpolitik
Phase 3 (Beginn nicht terminiert)	1	12	Unwiderprüflich feste Wechselkurse	entfällt	Niederlassung des EZBS	wie EZBS	wie EZBS	wie EZBS

**Geldpolitische Strukturen im EWS und im geplanten EZBS**

übrige EWS/EZBS-Länder				EZBS			
Stellung der Zentralbank	Endziele der GP	Zwischenziele der GP	Instrumente der GP	Stellung der Zentralbank	Endziele der GP	Zwischenziele der GP	Instrumente der GP
überwiegend Abhängigkeit von Regierungen	Preisniveaustabilität Beschäftigungsorientierte Nachfragesteuerung Defizitfinanzierung	Geldmengenaggregate DM-Wechselkurs Zins (operativ) Inlands-kredit	Offenmarktpolitik Diskontpolitik Mindestreservepolitik Devisenmarktinterventionen KVK	Autonomie			
Stärkung der Autonomie	Preisniveaustabilität Beschäftigungsorientierte Nachfragesteuerung	wie oben	Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen				
Einschränkung der Autonomie zugunsten EZBS	Nachfragesteuerung gemäß vereinbartem Zielkorridor	Steuerung der inländischen Komponente der Zentralbankgeldversorgung gem. vereinbartem Zielkorridor WK-Stabilisierung gegenüber Mitgliedsländern	Offenmarkt- u. Diskontpolitik	Autonomie	Primat der Preisniveaustabilität außenwirtschaftliches Gleichgewicht gegenüber Drittländern	Geldmengenaggregat WK-Stabilität gegenüber Mitgliedswährungen	MR-Politik in ECU gegenüber Mitgliedsländern Refinanzierungszinsen Devisenmarktinterventionen gegenüber Drittwährungen
Niederlassung des EZBS	wie EZBS	wie EZBS	wie EZBS	wie oben	wie oben	wie oben	wie oben



### 3. Endstufe: Phase 3

Die dritte und letzte Phase der europäischen Währungsintegration soll mit dem Übergang zu unwiderruflich festen Wechselkursen beginnen und in der Ablösung der nationalen Währungen durch eine europäische Einheitswährung enden. Ein Währungswettbewerb zur Durchsetzung der Einheitswährung ist damit ausgeschlossen, so daß dieses Ziel nur durch eine Währungsreform erreicht werden kann. Die Zuständigkeit für die Geldpolitik würde dann voll von den nationalen Zentralbanken auf das EZBS übergehen. Das EZBS würde die Gesamtgeldmenge der Mitgliedsländer steuern und die Währungsreserven verwalten.

## IV. Anforderungen an eine europäische Geldpolitik

Wird der von der *Delors*-Kommission vorgezeichnete Weg zu einem europäischen Monopolwährungssystem beschritten, ist vor dem Einstieg in die Phase 2, also vor der institutionellen Einrichtung des EZBS, darauf zu achten, daß alle Länder die Auflagen der Phase 1 – vor allem die vollständige Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen und die Herstellung der Autonomie ihrer Zentralbanken – erfüllt haben. Darüber hinaus ist vor dem Eintritt in die Phase 2 eine Reihe von Detailproblemen zu lösen, mit deren Klärung sichergestellt werden muß, daß die möglichen Vorteile des EZBS allen Mitgliedern zugute kommen und die möglichen Nachteile weitgehend vermieden werden.

Die zu diesem Zweck und – grundlegend – zur Sicherung der langfristigen Funktionsfähigkeit des EZBS für die Phase 2 unbedingt notwendigen institutionellen Anforderungen werden im folgenden aufgezeigt.

### 1. Sicherung der Unabhängigkeit

Die wichtigste Voraussetzung für einen Erfolg des EZBS vor allem im Hinblick auf die Geldwertstabilität ist die Sicherung seiner Autonomie<sup>11</sup>. Dies bedeutet, daß die für die Politik des EZBS Verantwortlichen ihre Entscheidungen unabhängig von den kurzfristigen Interessen der Mitgliedsregierungen und der Gemeinschaftsorgane treffen können.

Die *Delors*-Kommission will die Unabhängigkeit dadurch gewährleisten, daß die Mitglieder des künftigen europäischen geldpolitischen Entschei-

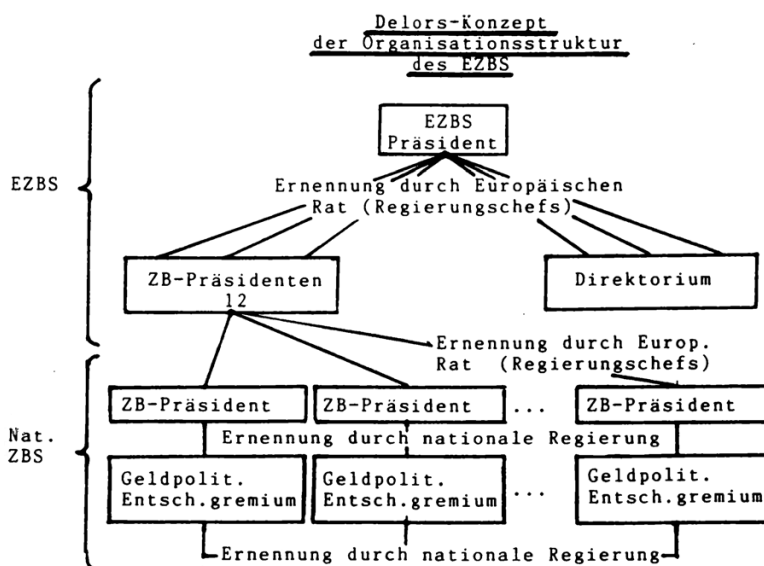
---

<sup>11</sup> Empirisch hat sich gezeigt, daß die Realisierung des Ziels der Geldwertstabilität um so eher gewährleistet ist, je höher der Autonomiegrad einer Zentralbank ist.

dungszentrums, des Europäischen Zentralbankrats, für eine angemessen lange Amtszeit bestellt werden<sup>12</sup>.

Die Bestellung soll dabei allerdings den Regierungen vorbehalten bleiben. So sollen die Mitglieder des EZBS-Direktoriums ebenso wie der Präsident durch den Europäischen Rat, also durch die Regierungschefs der europäischen Länder, bestellt werden. Die neben den Mitgliedern des Direktoriums dem Europäischen Zentralbankrat angehörenden Präsidenten der nationalen Zentralbanken werden ohnehin von den Regierungen ernannt. Sämtliche Mitglieder des Europäischen Zentralbankrats wären dann von den Politikern ausgewählt und ernannte Personen.

Das damit vorgeschlagene Ernennungsverfahren für den Europäischen Zentralbankrat führt verbunden mit der auf nationaler Ebene bestehenden Ernennungspraxis für die Entscheidungsgremien der Zentralbanken zu folgendem Ernennungsschema:

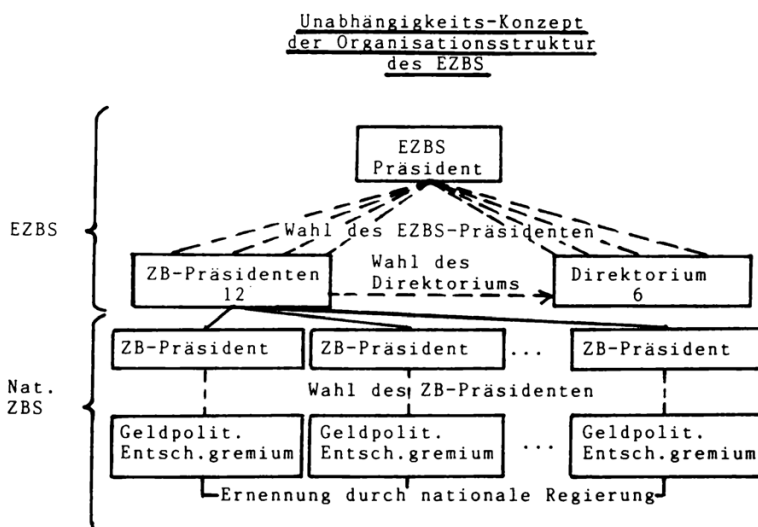


Ein solches Ernennungsverfahren erlaubt nur eine eingeschränkte Unabhängigkeit<sup>13</sup>. Zur Sicherung eines höheren Unabhängigkeitsgrades für das EZBS sind daher in verstärktem Maße Wahlelemente aus den Gremien heraus vorzusehen. Ein derartiges System könnte wie folgt strukturiert sein:

<sup>12</sup> Vgl. Delors-Bericht, Ziffer 32.

<sup>13</sup> Ähnlich auch R. Caesar, Fortschritte sind unverkennbar, in: Wirtschaftsdienst, 69. Jg., Nr. 6 (1989), S. 275.

Die Mitglieder der nationalen geldpolitischen Entscheidungsgremien werden nach wie vor von den jeweiligen Regierungen ernannt. Der Präsident wird jedoch nicht mehr von der Regierung bestellt, sondern von dem geldpolitischen Entscheidungsgremium selbst gewählt. Die zwölf gewählten Präsidenten sind Mitglieder des Europäischen Zentralbankrats. Sie wählen ein sechsköpfiges Direktorium nach einem Schlüssel, bei dem den größeren Ländern ein stärkeres Gewicht zukommt als den kleineren. Der Europäische Zentralbankrat wählt seinerseits den Präsidenten des EZBS aus seiner Mitte. Damit würde sich für eine optimale Sicherung der Unabhängigkeit folgendes Organisationsschema für das EZBS ergeben:



Zur weiteren Stärkung der Unabhängigkeit der Zentralbanken ist vorzusehen, daß die Entscheidung über eine Anpassung der Wechselkurse der Mitgliedsländer des EZBS in der Phase 2 nicht mehr durch die Regierungen, sondern durch die Zentralbanken vorgenommen wird. Ohne eine solche Umstellung sind die Zentralbanken nicht wirklich unabhängig.

## 2. Operationalisierung des Endziels der Geldwertstabilität

Die Einführung eines EZBS macht nur Sinn, wenn die neu zu schaffende Institution auf das Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet wird. Nur so lassen sich inflationsbedingte Wachstumseinbußen verhindern, die durch eine über die Inflationssteuer bedingte übermäßige Ausdehnung des öffentlichen

Sektors sowie durch die mit der Inflation verbundene Verzerrung der relativen Phase eintreten. Allein bei dieser Zielsetzung würden stabilitätsorientierte Länder keine Wohlfahrtsverluste erleiden und die weniger stabilitätsorientierten Länder langfristig Wohlfahrtsgewinne verzeichnen.

Nach dem *Delors*-Bericht soll das EZBS dem Primat der Geldwertstabilität verpflichtet sein, wobei allerdings unter Berücksichtigung dieses Ziels die auf Gemeinschaftsebene beschlossene Wirtschaftspolitik zu unterstützen ist. Eine solche Zielformulierung entspricht derjenigen Regelung, die auch für die Bundesrepublik Deutschland gilt. Sie gewährleistet jedoch nicht, daß das EZBS tatsächlich eine nichtinflationäre Geldpolitik betreibt. Auch in der Bundesrepublik Deutschland hat sie nicht verhindern können, daß inflationäre Entwicklungen aufgetreten sind. Wenn die Inflationsraten in der Bundesrepublik Deutschland im langfristigen Durchschnitt relativ niedrig gewesen sind, ist dies neben der Zielverpflichtung der Deutschen Bundesbank und deren weitgehender politischer Unabhängigkeit vor allem auf die Inflationssensibilität der deutschen Bevölkerung zurückzuführen<sup>14</sup>. In den übrigen Ländern der EG ist eine solche Inflationssensibilität nicht in dem Maße vorhanden, so daß von einem EZBS keine so stringente Einhaltung der Geldwertstabilität erwartet werden kann, wie dies in der Bundesrepublik Deutschland der Fall ist.

Aus diesem Grund ist das Ziel der Preisniveaustabilität im EZBS exakt zu spezifizieren. Das erste Problem hierbei ist die Auswahl des Preisindizes, dessen Stabilität im Mittelpunkt der Geldpolitik stehen soll. In Frage kämen jeweils ein über die Mitgliedsländer gewogener Durchschnitt des Konsumgüterpreisniveaus, des Erzeugerpreisniveaus für Industriegüter oder des Preisniveaus der inländischen Wertschöpfung (BSP-Deflator).

In der wirtschaftspolitischen Diskussion auf nationaler Ebene spielt der Konsumgüterpreisindex die größte Rolle, weil er die Entwicklung der Lebenshaltungskosten am ehesten widerspiegelt. Auf EG-Ebene dürfte ein solcher Index jedoch wenig aussagefähig sein, weil er einen großen Teil nicht-handelbarer Güter (Wohnkosten und Dienstleistungen) enthält, deren regionale Preisentwicklung sich sehr unterschiedlich vollziehen kann.

Besser geeignet sein dürfte der Index industrieller Erzeugerpreise. Er hat zudem die Tendenz, sich in den Mitgliedsländern mit zunehmender Integration der Güter- und Faktormärkte anzunähern. Allerdings wird er ebenso wie der Konsumgüterpreisindex von Preisänderungen für Importgüter (Rohstoffe und Halbfertigwaren) und damit von Faktoren beeinflusst, die nicht der geldpolitischen Kontrolle des EZBS unterliegen.

---

<sup>14</sup> Vgl. auch R. Vaubel, Grundfragen einer gemeinsamen Währungspolitik, unveröffentlichtes Manuskript, Universität Mannheim, Juli 1989, S. 6.



Als Index, der die intern verursachten Kräfte der Inflation am ehesten reflektiert, ist der BSP-Deflator anzusehen. Ein gewogener Durchschnitt des BSP-Deflators der Mitgliedsländer wäre daher als Zielgröße des EZBS am besten geeignet. Seine Änderungsrate sollte sich innerhalb eines engen Bandes um den Wert 0 mit einer Schwankungsbreite von etwa  $\pm 2\%$  bewegen<sup>15</sup>.

Bei einer Verwendung des Industriepreisindex als Zielgröße des EZBS wäre das Band wegen des Auslandseinflusses geringfügig auf z.B. 3% zu erweitern.

Die Festlegung eines engen Korridors für die Preisniveauentwicklung in der EG gewährleistet indessen nicht, daß dieses Ziel auch tatsächlich eingehalten wird. Dies hängt bei einem autonomen EZBS vielmehr von der Anreizstruktur für die Mitglieder des Europäischen Zentralbankrats ab. Positive Anreizmechanismen zur Realisierung der Geldwertstabilität sind das damit verbundene Sozialprestige und die Notwendigkeit, eine einmal zugelassene Inflationsrate später durch eine restriktive Geldpolitik rückgängig machen zu müssen, die dann mit erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden wäre<sup>16</sup>. Unabhängig hiervon ist ein expliziter Anreizmechanismus denkbar, der das Interesse der Entscheidungsträger an der Stabilisierung des Preisniveaus aufrechterhält. Er ließe sich in der Form einführen, daß die Mitglieder des Europäischen Zentralbankrats eine relativ großzügig bemessene Erfolgsprämie erhalten würden, wenn die Inflationsrate des BSP-Deflators im gleitenden Drei-Jahres-Durchschnitt 2% nicht überstiege.

Anstelle eines Anreizmechanismus könnte ein Sanktionsmechanismus beispielsweise in der Form eingeführt werden, daß der gesamte Europäische Zentralbankrat ohne Pensionsansprüche entlassen wird, wenn die jährliche Inflationsrate im gleitenden Durchschnitt der letzten  $x$  Jahre die Obergrenze von  $y$  Prozent überschreiten würde<sup>17</sup>.

Während in der *Thygesen*-Studie die Stabilisierung des Preisniveaus in den EG-Ländern eindeutig als Endziel der Geldpolitik des EZBS angesehen wird, wird für die Geldpolitik der Mitgliedsländer in der Phase 2 eine Orien-

<sup>15</sup> Vgl. *N. Thygesen*, a.a.O., S. 5.

<sup>16</sup> Vgl. zum Zentralbankverhalten und der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik den Übersichtsartikel *K. Blackburn; M. Christensen*, Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVII (1989), S. 1 - 45.

<sup>17</sup> Dieser Vorschlag wird von *Vaubel* unterbreitet, wobei als mögliche Werte für  $x = 4$  Jahre und für  $y = 3$  Prozent genannt werden, ohne daß allerdings eine Spezifizierung des verwendeten Preisindex erfolgt. Vgl. *R. Vaubel*, Überholte Glaubenssätze, in: *Wirtschaftsdienst*, 69. Jg., Nr. 6 (1989), S. 278.

tierung am Endziel der Stabilisierung der Wachstumsrate des nominalen Volkseinkommens vorgeschlagen<sup>18</sup>. Hierzu sollen für jedes Land in Abstimmung mit dem EZBS die unvermeidbare Inflationsrate und die mögliche Wachstumsrate der realen privaten Nachfrage ermittelt werden. Die Geldpolitik soll dann mit Unterstützung einer international koordinierten Fiskalpolitik so eingesetzt werden, daß der geplante Anstieg des Nominaleinkommens realisiert wird.

Der Ansatz ist in mehrfacher Hinsicht problematisch. Erstens ist die Festlegung einer unvermeidbaren Inflationsrate mit dem Ziel der Preisniveaustabilität nicht zu vereinbaren. Zweitens beinhaltet das Konzept eine Gleichgewichtung von Inflationsrate und Wachstumsrate der realen Nachfrage. Jede angestrebte Wachstumsrate des nominalen Bruttosozialprodukts ist sowohl mit hoher Inflation und niedrigem realen Wachstum als auch einer umgekehrten Konstellation vereinbar. Drittens geht das Konzept davon aus, daß die Zentralbanken über Informationen hinsichtlich der Art und Stärke monetär, real und außenwirtschaftlich bedingter Schocks verfügen. In der Realität besitzen sie jedoch meist keine hinreichenden Informationen, um Schocks unterscheiden und ihre Wirkungen quantifizieren zu können. Wie die Erfahrung zeigt, sind sie kaum in der Lage, geldpolitisch so zu reagieren, daß das Nominaleinkommen auf einem geplanten Wachstumspfad gehalten werden kann.

Zweckmäßiger ist es daher, bereits in der Phase 2 für die Geldpolitik der einzelnen Mitgliedsländer eine ausschließliche Orientierung am Endziel der Preisniveaustabilität anzustreben, wie dies auch für das EZBS als Ganzes vorgesehen ist. Da die Phase 2 zugleich die entscheidende Testphase für das EZBS darstellt, kann nur bei einer eindeutig fixierten Preisniveaurorientierung der Geldpolitik sichergestellt werden, daß alle Länder der Geldwertstabilität tatsächlich die höchste Priorität beimessen.

### *3. Operationalisierung des monetären Zwischenziels*

Monetäre Zwischenziele werden verwendet, weil keine ausreichenden Informationen über die Beziehungen zwischen dem Endziel bzw. den Endzielen der Geldpolitik und den Instrumentenvariablen vorliegen, und weil der Instrumenteneinsatz sich erst mit einer zeitlichen Verzögerung auf das Endziel auswirkt. Eine monetäre Zwischenzielvariable soll folgende Kriterien erfüllen<sup>19</sup>:

---

<sup>18</sup> Vgl. N. Thygesen, a.a.O., S. 6.

<sup>19</sup> Vgl. hierzu K. Brunner und A. H. Meltzer, The Nature of the Policy Problem, in: K. Brunner und A. H. Meltzer (Hrsg.), Targets and Indicators of Monetary Policy, San

1. Sie muß von der Zentralbank kontrolliert werden können.
2. Sie muß einen entscheidenden Einfluß auf das Endziel ausüben.
3. Daten über die Zwischenzielvariable müssen ohne Zeitverzögerung zur Verfügung stehen.
4. Sie sollte für die Öffentlichkeit plausibel interpretierbar sein, so daß sie die Erwartungen der Wirtschaftseinheiten beeinflussen kann.

Diesen Anforderungen entsprechen Geldmengenaggregate in der Regel besser als die Bankkreditmenge, die Bankenliquidität oder Zinssätze<sup>20</sup>. Es ist daher zu begrüßen, daß sich sowohl *Thygesen* als auch *Ciampi* für die Verwendung von Geldmengenaggregaten als Zwischenzielvariablen auf EZBS-Ebene aussprechen, allerdings ohne daß eine Festlegung auf eine bestimmte definitorische Abgrenzung erfolgt.

Die für die Geldpolitik auf nationaler Ebene von *Thygesen* vorgeschlagene Orientierung am Zwischenziel der inländischen Komponente der Geldversorgung ist dagegen problematisch. Bei dieser Orientierung wird zum einen davon ausgegangen, daß Interventionen in Drittwährungen entweder nicht erfolgen oder sterilisiert werden. Zum anderen wird postuliert, daß Interventionen in Währungen der Mitgliedsländer sich in ihrer Wirkung neutralisieren. Die erste Voraussetzung impliziert bereits für die Phase 2 eine extrem starke Einschränkung des geldpolitischen Entscheidungsspielraums der nationalen Zentralbanken. Die zweite Voraussetzung unterstellt, daß die Geldmengenmultiplikatoren in allen Ländern gleich sind und daß die Interventionen zwischen den EG-Währungen in Form von Zentralbankgeld erfolgen.

In der Realität weichen die Geldmengenmultiplikatoren jedoch stark voneinander ab, so daß sich interventionsbedingte Veränderungen der Zentralbankgeldmenge in den einzelnen Ländern auf die Veränderung der monetären Aggregate in der Gemeinschaft auswirken. Außerdem finden Zentralbankinterventionen auf den Devisenmärkten überwiegend in Form von An- oder Verkäufen staatlicher Wertpapiere statt. Dies bedeutet, daß der Ankauf einer unter Abwertungsdruck geratenen Währung durch die Zentralbank eines anderen Mitgliedslandes zwar – bei Nichtsterilisierung – zu einer Erhöhung der Zentralbankgeldmenge in dem betreffenden Land führt,

---

Francisco 1969, S. 1 - 26. *M. J. M. Neumann*, Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik, in: *Kredit und Kapital*, 4. Jg. (1971), S. 398 - 420. *M. Willms* und *K. W. Riechel*, Indikatoren III: monetäre, in: *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft*, Bd. 4 (1978), S. 133 - 141.

<sup>20</sup> Vgl. *J. Siebke* und *M. Willms*, *Theorie der Geldpolitik*, Berlin, Heidelberg, New York 1974, S. 168 - 190.

aber keine Verringerung der Zentralbankgeldmenge in dem Land bewirkt, dessen Währung aufgekauft worden ist. Aus diesem Grund ist es sinnvoller, als Zwischenziel der nationalen Geldpolitik dasselbe Aggregat  $M1$ ,  $M2$  oder  $M3$  zu verwenden wie für das Zwischenziel des EZBS.

Eine weitere Frage ist, ob für die als Zwischenziel ausgewählte Geldmenge eine feste oder flexible Regelbindung praktiziert oder die Steuerung im Rahmen einer diskretionären Geldpolitik erfolgen soll. In der wissenschaftlichen Literatur lassen sich zwei grundlegend unterschiedliche Positionen erkennen. Eine Position geht davon aus, daß Störungen des ökonomischen Ablaufs überwiegend geldpolitisch ausgelöst werden. Ihre Vertreter plädieren zur Stabilisierung des Wirtschaftsablaufs für eine verbindliche Verpflichtung der Zentralbank, ein ausgewähltes Geldmengenaggregat mit einer konstanten Rate, die an der langfristigen Wachstumsrate des Produktionspotentials orientiert ist, wachsen zu lassen<sup>21</sup>. Die andere Position unterstellt, daß Destabilisierungen des ökonomischen Prozesses realwirtschaftlich oder außenwirtschaftlich bedingt sind oder von Schwankungen der Geldnachfrage ausgehen. Ihre Vertreter setzen sich für eine der jeweiligen Situation angepaßte Geldpolitik ein, die auch als flexible Regel in dem Sinne interpretiert werden kann, daß die Zentralbank bekannt gibt, wie sie auf exogene Ereignisse, die von jedermann beobachtet werden können, reagieren wird<sup>22</sup>.

Die Vorschläge von *Thygesen* und *Ciampi* sind in dieser Hinsicht nicht eindeutig zuzuordnen. Es ist lediglich vorgesehen, daß die Wachstumsrate der Geldmenge jährlich vom EZBS im voraus festgelegt wird<sup>23</sup>.

Offen ist außerdem die Frage, ob die festgelegte Zielgröße veröffentlicht werden soll oder nicht. Zur Stabilisierung der Erwartungen der Marktteilnehmer über den künftigen geldpolitischen Kurs und damit zur Steigerung der Effizienz der Geldpolitik wäre es erforderlich, daß das EZBS diesbezüglich dem Kurs der Deutschen Bundesbank folgt und das Geldmengenziel im voraus bekannt gibt.

---

<sup>21</sup> Vgl. *M. Friedman*, A Program for Monetary Stability, New York 1960. *K. Brunner*, Hat der Monetarismus versagt?, in: *Kredit und Kapital*, 17. Jg. (1984), S. 18 - 63.

<sup>22</sup> Vgl. *W. Buiter*, The Superiority of Contingent Rules over Fixed Rules in Models with Rational Expectations, in: *Economic Journal*, Vol. 91 (1981), S. 647 - 670. *R. Pohl*, Kaufkraftparität, Zinsparität und monetäre Strategien in der offenen Volkswirtschaft, in: *C. Köhler; R. Pohl* (Hrsg.), *Aspekte der Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften*, Berlin 1987, S. 27 - 41.

<sup>23</sup> Vgl. *N. Thygesen*, a.a.O., S. 8 f. *C. A. Ciampi*, a.a.O., S. 8.



#### 4. Ausgestaltung des monetären Steuerungsprozesses

Nach den Vorschlägen von *Ciampi* und *Thygesen* soll die Steuerung der Geldmenge mit der Schaffung des EZBS in Phase 2 auf der Grundlage von ECU-Reserven im Rahmen eines dreistufigen Bankensystems, bestehend aus dem EZBS, den nationalen Zentralbanken und den nationalen Geschäftsbanken erfolgen<sup>24</sup>. Danach ist für das EZBS bei seiner Gründung die Einbringung von Eigenkapital in Form von internationalen Reserven im Umfang von 4 bis 5 Mrd. ECU sowie eine darüber hinausgehende Übertragung von internationalen Reserven in Höhe von 3 % der Zentralbankgeldmenge der einzelnen Länder gegen die Bereitstellung von ECU-Reserven vorgesehen. ECU-Reserven sollen als Zwangsreserven von den nationalen Zentralbanken bzw. – in einem weitergehenden Vorschlag von *Thygesen* – zusätzlich auch von den Geschäftsbanken gehalten werden. Bei den Zwangsreserven auf Zentralbankebene ist entweder eine konstante Beziehung zu den Verbindlichkeiten der Zentralbanken oder zur inländischen Komponente der Zentralbankgeldversorgung und im Falle der Einbeziehung des Geschäftsbankensystems zusätzlich eine konstante Beziehung zu den Einlagen der inländischen Nichtbanken vorgesehen.

Grundlage des inländischen Geldschöpfungsprozesses bildet dann nicht mehr das inländische Basisgeld, sondern das ECU-Basisgeld. Dieser Zusammenhang läßt sich relativ einfach im Rahmen einer bilanztheoretischen Analyse aufzeigen.

Ausgangspunkt für die Darstellung der Wirkung des ECU-Reservesystems bildet das nachfolgende Bilanzschema<sup>25</sup>:

A			EZBS		P
Währungsreserven W			ECU-Reserven $B_{ECU}$		
A	Zentralbank	P	A	Geschäftsbanken	P
ECU-Reserven $B_{ECU}$	Banknoten C		Bankreserven R	Depositen D	
Währungsreserven W	Bankreserven R		Kredite K	Refinanzierung F	
Refinanzierung F					

Es wird angenommen, daß das Publikum einen konstanten Banknotenanteil  $c$  an den Depositen hält, und daß die Geschäftsbanken einen konstanten

<sup>24</sup> C. A. *Ciampi*, a.a.O., S. 5 - 12.

<sup>25</sup> In diesem Schema sind zur Vereinfachung im EZBS-Konto nicht die gesamten Währungs- und ECU-Reserven des Systems, sondern nur die eines einzelnen Landes aufgeführt. Ferner sind die ECU-Reserven in der Landeswährung ausgedrückt.

Anteil  $r$  an den Depositen in Form von Mindestreserven bei der Zentralbank halten.

Der erste Vorschlag sieht vor, daß die Zentralbank einen konstanten ECU-Reserveanteil  $\alpha$  an ihren Verbindlichkeiten  $C + R$  zu halten hat. Unter Verwendung der oben definierten Anteilkoeffizienten ergibt sich dann folgendes Beziehungsschema zwischen der Geldmenge  $M$  eines Landes und seinen ECU-Reserven:

$$\begin{aligned}
 (1a) \quad M &= C + D = (1 + c)D \\
 (1b) \quad C &= c \cdot D \\
 (1c) \quad R &= r \cdot D \\
 (1d) \quad B_{\text{ECU}} &= \alpha \cdot B = \alpha(C + R) \\
 (1e) \quad B &= B_{\text{ECU}} + W + F = C + R \\
 (1f) \quad M &= \left( \frac{1 + c}{c + r} \right) \frac{1}{\alpha} B_{\text{ECU}}
 \end{aligned}$$

Bei gegebenem Bargeldkoeffizienten  $c$  und einem vom EZBS festgelegten ECU-Reservesatz  $\alpha$  kann die nationale Zentralbank die inländische Geldmenge nur noch über Veränderungen des Mindestreservesatzes  $r$  beeinflussen<sup>26</sup>. Eine Steuerung der Geldmenge über die monetäre Basis ist nicht mehr möglich. Eine eigenständige Devisenmarktinterventions- oder Refinanzierungspolitik läßt sich nur noch in dem Maße durchführen, wie sich der Einsatz dieser beiden Instrumente in seiner Wirkung neutralisiert, d.h. es gilt  $\Delta W = -\Delta F$ .

Der zweite Vorschlag sieht im Gegensatz zur Bindung der ECU-Reserven an die Verbindlichkeiten der Zentralbank eine Bindung an die inländische Komponente der Zentralbankgeldversorgung, also an eine Aktivposition, im Ausmaß des Koeffizienten  $\beta$  vor. Damit ergibt sich das folgende Beziehungssystem zwischen  $M$  und  $B_{\text{ECU}}$ :

$$\begin{aligned}
 (2a) \quad B_{\text{ECU}} &= \beta \cdot F \\
 (2b) \quad B &= \beta \cdot F + F + W = (1 + \beta) F + W \\
 (2c) \quad B &= \frac{1 + \beta}{\beta} B_{\text{ECU}} + W \\
 (2d) \quad M &= \frac{1 + c}{c + r} \left[ \left( \frac{1 + \beta}{\beta} \right) B_{\text{ECU}} + W \right]
 \end{aligned}$$

<sup>26</sup> Wegen dessen Einfluß auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Geschäftsbankensysteme kommt diesem Instrument allerdings nur eine geringe Bedeutung zu.

In diesem Fall gewinnt die nationale Zentralbank gegenüber dem ersten Ansatz über die Komponente  $W$  zwar theoretisch einen Einfluß auf die inländische Geldmenge. De facto wird eine solche Möglichkeit durch die geplante Ausgestaltung der Devisenmarktpolitik im EZBS jedoch stark eingeschränkt<sup>27</sup>. Hinsichtlich der geldpolitischen Abhängigkeit der nationalen Zentralbanken vom EZBS unterscheidet sich dieses Modell damit kaum von dem vorangegangenen.

Nach dem dritten Vorschlag zur Ausgestaltung des Reservesystems sind ECU-Reserven beim EZBS nicht nur von den Zentralbanken, sondern auch von den Geschäftsbanken zu halten. Hiernach sollte für alle Geschäftsbanken ein einheitlicher Mindestreservesatz gegenüber den Zentralbanken gelten und ein Anteil davon beim EZBS in Form von ECU-Reserven deponiert werden.

Um die Wirkung einer solchen Ausgestaltung aufzuzeigen, ist das obige Bilanzschema auf der Aktivseite der Geschäftsbanken und der Passivseite des EZBS um die Position ECU-Reserven  $R_{\text{ECU}}$  zu erweitern. Wird der diesbezügliche Reservesatz mit  $r_{\text{ECU}}$  bezeichnet, gilt:

$$(3a) \quad R_{\text{ECU}} = r_{\text{ECU}} D$$

Unter Verwendung von (1b) bis (1d) setzen sich dann die ECU-Reserven  $B_{\text{ECU}}^*$  wie folgt zusammen:

$$(3b) \quad B_{\text{ECU}}^* = B_{\text{ECU}} + R_{\text{ECU}} = \alpha(cD + rD) + r_{\text{ECU}} D$$

$$(3c) \quad B_{\text{ECU}}^* = [\alpha(c + r) + r_{\text{ECU}}] D$$

Zwischen der Geldmenge und den ECU-Reserven ergibt sich dann die Multiplikatorbeziehung

$$(3d) \quad M = \frac{1 + c}{\alpha(c + r) + r_{\text{ECU}}} B_{\text{ECU}}^*$$

Dieser Ansatz ermöglicht dem EZBS eine noch direktere Steuerung der nationalen Geldmengen als die zuvor dargestellten Vorschläge. Wegen  $\left| \frac{\partial M}{\partial r_{\text{ECU}}} \right| > \left| \frac{\partial M}{\partial \alpha} \right|$  geht dabei von einer Reservesatzänderung bei den Geschäftsbanken ein stärkerer Einfluß auf die Geldmenge aus als von einer gleich großen Veränderung des Reservesatzes gegenüber den Zentralbanken<sup>28</sup>. Nach den vorliegenden Vorschlägen erfolgt demnach bereits in Phase

<sup>27</sup> Nach den Vorschlägen sollen Devisenmarktinterventionen gegenüber Drittwährungen schon in der Phase 2 nur noch vom EZBS vorgenommen und Interventionen gegenüber Mitgliedsländern von diesem koordiniert werden.

2 des Stufenplans eine so gravierende Umgestaltung des monetären Steuerungsprozesses, daß die geldpolitische Entscheidungskompetenz fast vollständig von den nationalen Zentralbanken auf das EZBS übergeht. In der Realität läuft der Ansatz in Verbindung im EZBS mit der vorgesehenen Einführung einheitlicher Mindestreservesätze auf die totale Entmachtung der nationalen Zentralbanken hinaus. Für den Einsatz traditioneller geldpolitischer Instrumente auf nationaler Ebene bleibt im EZBS kaum noch Platz. Dies gilt sowohl für die Diskontpolitik als auch für die Politik der Wertpapierpensionsgeschäfte. Allenfalls sollen diese zinspolitischen Instrumente noch zur Wechselkursstabilisierung eingesetzt werden. Inwieweit ein solcher Instrumenteneinsatz mit den Regelungen der vorgeschlagenen ECU-Reservesysteme vereinbar ist, wird nicht diskutiert.

Einen weiteren Schwachpunkt der bisherigen Vorschläge stellt die unzureichende Behandlung der Rolle von Staatsschuldtiteln im monetären Steuerungsprozeß dar. Sollen die nationalen Zentralbanken und das EZBS Geldschöpfung auf der Basis von Staatsschuldtiteln betreiben? *Thygesen* schlägt für die Phase 2 vor, daß das EZBS Staatsschuldtitel zur Schaffung von ECU-Reserven im Ausmaß der Anteile am ECU-Korb aufkauft<sup>29</sup>. Dies ist ein gefährlicher Weg. Es wird damit für einzelne Länder die Möglichkeit geschaffen, ihre bisherige Politik der Defizitfinanzierung über Geldschöpfung im Rahmen des EZBS fortzuführen. Aus diesem Grund sollte eine Refinanzierung durch Staatsschuldtitel im EZBS grundsätzlich ausgeschlossen werden.

Im EZBS ist außerdem geplant, gemeinsame Interventionen gegenüber Drittwährungen vorzunehmen, um kurzfristige Wechselkursschwankungen (excess volatility) und länger anhaltende Abweichungen der realen Wechselkurse von ihren Gleichgewichtswerten (misalignment) zu verhindern<sup>30</sup>. Zu diesem Zweck wird von einigen Kommissionsmitgliedern bereits für die Phase 2 die Gründung eines Europäischen Reservefonds (ERF) gefordert.

Derartige Intentionen sind insofern bedenklich, als hier die bekannten Probleme einer Beeinflussung von Wechselkursen in einem System des

<sup>28</sup> Analytisch läßt sich dies wie folgt aufzeigen:

$$\frac{\partial M}{\partial r_{\text{ECU}}} = - \frac{1 + c}{[\alpha(c + r) + r_{\text{ECU}}]^2} B_{\text{ECU}} < 0; \quad \frac{\partial M}{\partial \alpha} = - \frac{(1 + c)(c + r)}{[\alpha(c + r) + r_{\text{ECU}}]^2} B_{\text{ECU}} < 0$$

Für den Normalfall  $c + r < 1$  gilt dann:

$$\left| \frac{\partial M}{\partial r_{\text{ECU}}} \right| > \left| \frac{\partial M}{\partial \alpha} \right|$$

<sup>29</sup> Vgl. N. Thygesen, a.a.O., S. 21.

<sup>30</sup> Vgl. N. Thygesen, a.a.O., S. 14.



Managed Floating übergangen werden<sup>31</sup>. Bestrebungen zur Stabilisierung der Wechselkurse von Drittwährungen können nicht als Ziel des EZBS angesehen werden, sondern allenfalls Gegenstand von Überlegungen zur weltweiten Währungs Kooperation sein<sup>32</sup>. Sie lassen darüber hinaus Zweifel an der Dominanz des Ziels der Preisniveaustabilität aufkommen, mit dem Wechselkursziele sich meist nicht vereinbaren lassen.

### 5. Verwendung des Zentralbankgewinns

Zentralbankgewinne entstehen in nationalen Bankensystemen dadurch, daß den Zinserträgen aus Währungsreserven, den realisierten Kursgewinnen aus Devisenmarktinterventionen und den Zinserträgen aus der inländischen Refinanzierung der Geschäftsbanken keine Zinszahlungen für das Notengeld und die Reserven des Geschäftsbankensektors gegenüberstehen<sup>33</sup>.

Im EZBS können Gewinne in Phase 2, in der noch keine Emission von ECU-Notengeld vorgesehen ist, nur dadurch anfallen, daß die nationalen Zentralbanken dem EZBS Währungsreserven und andere zinsbringende Titel übertragen und gleichzeitig – wie vorgesehen – ein System von ECU-Zwangsreserven eingeführt wird<sup>34</sup>. Ohne ECU-Zwangsreserven würde das EZBS wahrscheinlich Verluste realisieren, da es zur Steuerung der Geldmenge der Mitgliedsländer für die Passivgeschäfte so hohe Zinsen zu zahlen hätte, daß die Zinsausgaben die Zinseinnahmen übersteigen würden.

Solange die ECU nicht als Umlaufwährung fungiert, stellt die Überlassung verzinslicher Aktiva die Übertragung eines Teils des Gewinns der nationalen Zentralbanken an das EZBS dar. Der so entstandene Gewinn sollte an den EG-Haushalt abgeführt werden. Hierzu ist eine Regelung vorzusehen, nach der die aus den überlassenen Titeln erwirtschafteten Erträge auf die nationalen Finanzierungsbeiträge zum EG-Haushalt angerechnet

<sup>31</sup> Vgl. zur Wirkung von Zentralbankinterventionen *M. Willms*, The DM/Dollar Rate and the Exchange Market Intervention Policy of the Deutsche Bundesbank 1974 - 1984, in: *D. R. Hodgman; G. E. Wood* (Hrsg.), Monetary and Exchange Rate Policy, London 1987, S. 193 - 219.

<sup>32</sup> Vgl. *M. Willms*, Wechselkursstabilisierung durch währungspolitische Kooperation?, in: *O. Issing* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem, Hamburg 1988, S. 230 - 260.

<sup>33</sup> Zur Entstehung von Zentralbankgewinnen vgl. *D. Kath*, Defizitfinanzierung durch Zentralbankgewinne?, in: List Forum, Bd. 11 (1981/82), S. 199 - 209. *D. Dikertmann*, Können Bundesbank-Gewinne problemlos zur Deckung von Haushaltsdefiziten verwendet werden?, in: *W. Ehrlicher; D. B. Simmert* (Hrsg.), Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Berlin 1982, S. 259 - 298.

<sup>34</sup> Hierbei wird der Einfachheit halber die Realisierung von Kursgewinnen oder -verlusten aus Devisenmarktinterventionen des EZBS vernachlässigt.

werden. Anderenfalls würden Länder mit relativ hohen Einlagen beim EZBS einen zusätzlichen nicht-sichtbaren Finanzierungsbeitrag zum EG-Haushalt leisten.

## V. Nicht erforderliche wirtschaftspolitische Maßnahmen

Zur Absicherung der Funktionsfähigkeit der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion wird von der *Delors*-Kommission bereits in den ersten Phasen eine Reihe von außerhalb der Geldpolitik liegenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen für erforderlich gehalten. Hierzu gehören insbesondere Ausgabensteigerungen im Bereich der Struktur- und Regionalpolitik der EG sowie Bestrebungen zur Koordinierung der Fiskalpolitik. Die diesbezügliche Argumentation wird nachstehend kritisch untersucht.

### 1. Erweiterung der Strukturpolitik

Die Strukturpolitik der EG besteht zum einen aus Maßnahmen zur Verzögerung von Marktprozessen wie im Stahl- und Agrarsektor und zum anderen aus Maßnahmen zur Förderung von Marktprozessen wie neuerdings durch Deregulierungen im Verkehrssektor und in der Bereitstellung von Mitteln zur Förderung von Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen in den Bereichen Informations-, Industrie- und Biotechnologie.

Nach dem *Delors*-Bericht soll die Mittelbereitstellung für Forschungs- und Entwicklungszwecke, die über die sogenannten Strukturfonds erfolgt, bereits in der Phase 1 verdoppelt werden<sup>35</sup>. In der Phase 2 sollen die Mittel für Forschungsinvestitionen nach einer kritischen Beurteilung der Effektivität des bisherigen Mitteleinsatzes weiter verstärkt werden<sup>36</sup>. Im Übergang zur Endphase ist vorgesehen, die Strukturpolitik noch weiter auszubauen, die Mittelvergabe aber an die (sektoralen) Anpassungsbemühungen der einzelnen Länder zu knüpfen<sup>37</sup>.

Ziel der auf die direkte Förderung von Forschung und Entwicklung ausgerichteten Strukturpolitik ist es offenbar, neue europäische Produkte zur Marktreife zu bringen, für die auf dem Weltmarkt ein Absatzpotential vermutet wird. Gerechtfertigt wird die direkte Innovationsförderung mit positiven externen Effekten in Form der Schaffung von neuem technologischen Wissen, das wegen des hohen Ergebnisrisikos und des unbestimmten Zeit-

---

<sup>35</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffer 51.

<sup>36</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffer 56.

<sup>37</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffer 59.

horizonts der Marktreife des Produkts ohne öffentliche Förderung nicht entstehen würde.

Eine derartige Politik ist in der wissenschaftlichen Diskussion nicht unumstritten<sup>38</sup>. Sie wirkt wettbewerbsverzerrend und birgt die Gefahr einer Vergeudung von Steuergeldern und der Fehlallokation knapper Ressourcen in sich. Für die Weiterentwicklung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist ihre Erweiterung nicht erforderlich.

## 2. Ausbau der Regionalpolitik

Die Regionalpolitik der EG besteht auf der einen Seite aus der Förderung von Infrastrukturinvestitionen sowie Industrie- und Gewerbeansiedlungen in den Randregionen und auf der anderen Seite in Hilfen zur Umstrukturierung alter Industriegebiete. Ziel dieser Politik ist es, Unterschiede in der Produktivitätsentwicklung zwischen den Mitgliedsländern und den Regionen der EG zu verringern.

Der *Delors*-Bericht mißt dem Ausbau der Regionalpolitik eine große Bedeutung bei, um über dieses Instrument eine Verminderung des regionalen Produktivitätsgefälles zu erreichen und den aus unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen resultierenden Druck zu Wechselkursanpassungen abzuschwächen. Die Regionalpolitik soll dazu beitragen, eine Abwanderung der Wirtschaftstätigkeiten aus weniger entwickelten Regionen der Gemeinschaft in die hochentwickelten Zentren zu verhindern<sup>39</sup>. Der Forderungskatalog sieht dabei ähnlich aus wie bei der Strukturpolitik: Verdoppelung der Mittelbereitstellung für die Regionalpolitik in Phase 1 sowie eine weitere Aufstockung des Mitteleinsatzes in den Phasen 2 und 3<sup>40</sup>.

Im *Delors*-Bericht werden die regionalen Implikationen, die sich aus der weitestgehenden Vermeidung von Wechselkursanpassungen und der Einführung eines konstanten Wechselkurses beim Übergang zur Einheitswährung ergeben, klar herausgestellt. Die Herausnahme des Wechselkurses als Anpassungsinstrument verlagert den außenwirtschaftlichen Anpassungsdruck auf die Güter- und Faktormärkte. Je weniger die regionalen Güter- und Faktorpreise auf unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen reagieren, um so eher entsteht eine Unterbewertung des realen Wechselkurses

<sup>38</sup> Vgl. zur Kritik an der direkten Innovationsförderung O. Issing, Innovationsförderung und Ordnungspolitik, in: List-Forum, Bd. 10 (1979), S. 33 - 51. M. Willms, Strukturpolitik, in: D. Bender u.a. (Hrsg.), Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, 3. Aufl., München 1988, S. 393 ff.

<sup>39</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffer 29.

<sup>40</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, Ziffern 51, 56, 59.

(Verbesserung der terms of trade) in den Zentren und eine Überbewertung (Verschlechterung der terms of trade) in den Randregionen. Der diesbezügliche Trend kann sich noch verstärken, wenn bei einer Einheitswährung das Lohngefälle in der EG offengelegt wird und eine Tendenz zur Lohnangleichung bei bestehendem Produktivitätsgefälle entsteht. In diesem Fall kommt es zur erhöhten Arbeitslosigkeit in den Randregionen und einer gesellschaftspolitisch problematischen Bevölkerungswanderung in die Zentren.

Der daraus entstehende Druck dürfte sich durch noch so umfangreiche regionalpolitische Maßnahmen kaum abfangen lassen. Die Regionalpolitik wäre überfordert, wenn sie die natürlichen Ballungsvorteile, die die Zentren gegenüber den Randregionen bieten, neutralisieren wollte<sup>41</sup>. Ein entscheidender Beitrag zur Aufrechterhaltung der bestehenden Bevölkerungsverteilung im EG-Raum und zur Anpassung der Realeinkommen kann nur geleistet werden, wenn die Reallohnzuwächse in den Randregionen unterhalb der Produktivitätszuwächse liegen. Zur Herbeiführung des regionalen Ausgleichs in der EG ist daher weniger der Einsatz der Regionalpolitik als eine Strategie der differenzierten Lohnpolitik erforderlich. Dieser Sachverhalt wird von der *Delors*-Kommission nicht verkannt. Ganz im Gegenteil: Die Bedeutung der Lohnkostenvorteile für die Entwicklung der Randregionen wird ausdrücklich hervorgehoben<sup>42</sup>.

Mit der Verabschiedung der Europäischen Sozialcharta, die der Absicherung des sozialen Besitzstandes in den Zentren dienen soll, wird in Europa allerdings der entgegengesetzte Weg beschritten. Indem den Randregionen die Übernahme der in den Zentren bestehenden sozialen Absicherungssysteme aufgezwungen wird, verringern sich ihre Entwicklungsmöglichkeiten und Aufholchancen<sup>43</sup>. Eine Ausdehnung der Regionalpolitik könnte nur dazu beitragen, Verteilungssillusionen zu wecken und das endogene Entwicklungspotential der Randregionen zu schwächen.

### 3. Koordinierung der Fiskalpolitik

Der *Delors*-Bericht sieht im Bereich der Fiskalpolitik eine stufenweise Intensivierung der Koordinierung vor. Für die Phase 1 ist die Einführung einer haushaltspolitischen Koordinierung und Schaffung von Vorausset-

---

<sup>41</sup> Ähnlich auch R. Vaubel, Überholte Glaubenssätze, a.a.O., S. 278. H.-E. Scharrer, Konstruktiver *Delors*-Bericht, in: Wirtschaftsdienst, 69. Jg., Nr. 5 (1989), S. 220.

<sup>42</sup> Vgl. *Delors*-Bericht, a.a.O., Ziffer 29.

<sup>43</sup> Ähnlich auch Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft, Gutachten Europäische Währungsordnung, Bonn, Januar 1989, Ziffer 15.



zungen für konzertierte haushaltspolitische Aktivitäten geplant<sup>44</sup>. In Phase 2 sollen zusätzlich zunächst noch unverbindliche Regeln für den Umfang und die Finanzierung von Haushaltsdefiziten festgelegt werden<sup>45</sup>. Für die Endphase werden bindende Obergrenzen für die Haushaltsdefizite, ein Verbot der Defizitfinanzierung durch Zentralbankkredite und eine Begrenzung der Kreditaufnahme der öffentlichen Hand in Drittwährungen gefordert<sup>46</sup>.

Abgesehen von dem Problem der politischen Durchsetzbarkeit dieser Vorschläge, die im Endeffekt auf eine Einschränkung der Autonomie der nationalen Parlamente hinauslaufen, stellt sich die Frage nach ihrer ökonomischen Notwendigkeit. Hier lassen sich drei Argumente zugunsten einer fiskalpolitischen Koordination anführen, die im folgenden einzeln diskutiert werden sollen.

Erstens wird die Notwendigkeit einer fiskalpolitischen Koordination mit der möglichen Geldmengenwirksamkeit von Budgetdefiziten begründet. Diese Monetarisierungswirkung beruht vor allem auf der von den südlichen EG-Ländern intensiv genutzten Möglichkeit, den privaten Sektor mittels einer Defizitfinanzierung durch die Zentralbank über die Inflation zu besteuern<sup>47</sup>. Eine derartige Politik macht von Zeit zu Zeit Anpassungen der nominalen Wechselkurse erforderlich. Bei festen Wechselkursen besteht ein verstärkter Anreiz, die Inflationssteuer einzusetzen, da dann der private Sektor der anderen Mitgliedstaaten aufgrund der Inflationsübertragung voll am Steueraufkommen beteiligt wird. Um dem zu begegnen, ist keine Koordination der Fiskalpolitik erforderlich, sondern eine Umstellung von der Inflationssteuer auf andere Steuerarten. Nach den Vorschlägen zur Schaffung des EZBS würde eine Geldmengenfinanzierung der Haushaltsdefizite spätestens ab Phase 3 ohnehin ausgeschlossen sein. Daher ergibt sich hieraus kein Bedarf für eine Koordination der Fiskalpolitik.

Zweitens wird die Notwendigkeit einer fiskalpolitischen Koordination mit verstärkten Verschuldungsanreizen in einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt begründet. Die Finanzierung von Budgetdefiziten am nationalen Kapitalmarkt bringt bei beschränkter Kapitalmobilität eine starke Zinserhöhung mit sich. Demgegenüber führt nach der Liberalisierung des Kapitalverkehrs innerhalb der Gemeinschaft die Verschuldungspolitik einer einzelnen Regierung zu einem geringeren Zinsanstieg in allen Mit-

<sup>44</sup> Vgl. *Delors-Bericht*, Ziffer 51.

<sup>45</sup> Vgl. *Delors-Bericht*, Ziffer 56.

<sup>46</sup> Vgl. *Delors-Bericht*, Ziffer 30.

<sup>47</sup> Dieser Aspekt wird vor allem von *Dornbusch* hervorgehoben. Vgl. *R. Dornbusch, The European Monetary System, the Dollar and the Yen*, in: *F. Giavazzi; St. Micozzi; M. Miller* (Hrsg.), *The European Monetary System*, Cambridge 1988, S. 24 ff.



gliedsländern. Hierin wird ein möglicher Anreiz zu verstärkter Verschuldung gesehen. Darüber hinaus gehen vor Einführung der Einheitswährung von einer Verschuldungspolitik Gefahren für die Wechselkursstabilität aus.

Gegen eine erhöhte Verschuldung der Regierungen sprechen jedoch zwei Argumente. Zunächst geht bereits vom Wegfall der Inflationssteuer in Verbindung mit der intertemporalen Budgetrestriktion eine stark disziplinierende Wirkung auf die Haushaltspolitik aus. Disziplinierend wirkt ferner, daß eine unsolide Haushaltspolitik der Gebietskörperschaften sich bei der Bewertung ihrer Kreditwürdigkeit in einer erhöhten Risikoprämie niederschlägt. Von beiden Effekten geht ein Anreiz auf die einzelnen Regierungen aus, eine übermäßige Verschuldung zu vermeiden<sup>48</sup>.

Drittens wird die Notwendigkeit einer fiskalpolitischen Koordination damit begründet, daß die Haushaltspolitik sich an der Vermeidung oder Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten orientieren sollte. Dies sei notwendig, weil der Wechselkurs als Anpassungsinstrument nicht mehr zur Verfügung steht und sich unterschiedliche Nachfrageentwicklungen in den Mitgliedsländern stark in den Leistungsbilanzen niederschlagen<sup>49</sup>. Diese Argumentation ist jedoch aus verschiedenen Gründen heraus kaum haltbar. So ist die Fiskalpolitik in der Praxis kein geeignetes Instrument der Nachfragesteuerung<sup>50</sup>. Überdies bedeuten positive oder negative Salden der Leistungsbilanz nicht notwendigerweise ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht. Die Salden in den Leistungs- und Kapitalbilanzen der Länder reflektieren nichts anderes als die durch die Zeitpräferenzrate für Gegenwarts- und Zukunftskonsum bestimmten Konsum- und Investitionsentscheidungen der Wirtschaftseinheiten in den einzelnen Volkswirtschaften<sup>51</sup>. Sie implizieren keinen wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf.

Aus den vorangegangenen Überlegungen folgt, daß aus theoretischer Sicht eine Koordination der Fiskalpolitik nicht erforderlich ist. Diese Ein-

---

<sup>48</sup> Vgl. *T. Padoa-Schioppa*, The European Monetary System: A Long-term View, in: *F. Giavazzi; St. Micozzi; M. Miller* (Hrsg.), The European Monetary System, a.a.O., S. 378f.

<sup>49</sup> Vgl. *N. Thygesen*, a.a.O., S. 6f.; *J. Williamson; M. H. Miller*, Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy, Institute for International Economics (Hrsg.), Policy Analyses in International Economics Nr. 22, Washington, 1987 und insbesondere *S. Vona; L. B. Smaghi*, Economic Growth and Exchange Rates in the European Monetary System: Their Trade Effects in a Changing External Environment, in: *F. Giavazzi; St. Micozzi; M. Miller* (Hrsg.), a.a.O., S. 140 - 168.

<sup>50</sup> Vgl. zu den Funktionsproblemen der Fiskalpolitik *G. Tichy*, Konjunkturpolitik, Berlin, Heidelberg, New York 1989, S. 93 - 100.

<sup>51</sup> Vgl. auch *O. Issing; K. Masuch*, Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden, in: *Kredit und Kapital*, 22. Jg. (1989), S. 1 - 18.

schätzung wird gestützt durch die Beobachtung, daß Systeme fester Wechselkurse auch ohne fiskalpolitische Koordination dauerhaft Bestand haben können (Goldstandard) und ferner föderale Staaten mit einer Einheitswährung auch ohne Koordination der Fiskalpolitik der Gebietskörperschaften auskommen.

Insgesamt erscheint die von der *Delors*-Kommission vorgeschlagene Koordination der Fiskalpolitik höchstens in den ersten beiden Phasen unter dem Gesichtspunkt plausibel, daß sie der Disziplinierung und der Umstellung des Steuersystems derjenigen Mitgliedsländer dient, die einen großen Teil ihrer Budgetdefizite durch neu geschaffenes Zentralbankgeld finanzieren. Sobald die Umstellung erfolgt ist, sind die von der *Delors*-Kommission insbesondere für die Endphase vorgesehenen fiskalpolitischen Bindungen und Regelungen nicht mehr erforderlich<sup>52</sup>.

### Literaturverzeichnis

*Bank for International Settlements* (1986): Changes in Money Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications, Basel. – *Blackburn, K. / Christensen, M.* (1989): Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVII, S. 1 - 45. – *Bofinger, P.* (1988): Das europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa, *Kredit und Kapital*, 21. Jg., S. 333. – *Brunner, K.* (1984): Hat der Monetarismus versagt?, *Kredit und Kapital*, 17. Jg., S. 18 - 63. – *Brunner, K. / Meltzer, A. H.* (1969): The Nature of the Policy Problem. In: *Brunner, K. / Meltzer, A. H.* (Eds.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, San Francisco, S. 1 - 26. – *Buiter, W.* (1981): The Superiority of Contingents Rules over Fixed Rules in Models with Rational Expectations, *Economic Journal*, Vol. 91, S. 647 - 670. – *Caesar, R.* (1988): Fortschritte sind unverkennbar, *Wirtschaftsdienst*, 69. Jg. Nr. 6, S. 275. – *Ciampi, C. A.* (1989): An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe, Rom. – *Delors-Ausschuß* (1989): Bericht zur Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft, Brüssel, April. – *Dickertmann, D.* (1982): Können Bundesbankgewinne problemlos zur Deckung von Haushaltsdefiziten verwendet werden?. In: *Ehrlicher, W. / Simmert, D. B.* (Hrsg.), *Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland*, Berlin, S. 259 - 298. – *Dornbusch, R.* (1988): The European Monetary System, the Dollar and the Yen. In: *Giavazzi, F. / Micozzi, St. / Miller, M.* (Eds.), *The European Monetary System*, Cambridge, S. 24 ff. – *Friedman, M.* (1960): *A Program for Monetary Stability*, New York. – *Hasse, R. H.* (1989): Ansätze zur Neuerung des internationalen Währungssystems, *Aus Politik und Zeitgeschichte*, Beilage zu „Das Parlament“, B 20 - 21, S. 33 - 45. – *Hasse, R. H.* (1989): Die Europäische Integration, Bilanz und Perspektiven, *WiSt* –

<sup>52</sup> Vgl. auch *T. Padoa-Schioppa*, *The European Monetary System: A Long-term View*, in: *F. Giavazzi; St. Micozzi; M. Miller* (Hrsg.), a.a.O., S. 378 f.; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft, *Gutachten Europäische Währungsordnung*, Bonn, April 1989, Ziffer 14; *ders.*, *Stellungnahme zum Bericht des Delors-Ausschusses*, Bonn, Juni 1989, Ziffer 5; *R. Vaubel*, *Überholte Glaubenssätze*, a.a.O., S. 278.

Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 18. Jg., S. 325 - 331. – *Issing, O.* (1979): Innovationsförderung und Ordnungspolitik, List Forum, Bd. 10, S. 33 - 51. – *Issing, O. / Masuch, K.* (1989): Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden, Kredit und Kapital, 22. Jg., S. 1 - 18. – *Kath, D.* (1981/82): Defizitfinanzierung durch Zentralbankgewinne, List Forum, Bd. 11, S. 199 - 209. – *Neumann, M. J. M.* (1971): Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik, Kredit und Kapital, 4. Jg., S. 398 - 420. – *Padoa-Schioppa, T.* (1988): The European Monetary System: A Long-term View. In: *Giavazzi, F. / Micozzi, St. / Miller, M.* (Eds.), The European Monetary System, Cambridge, S. 378f. – *Pohl, R.* (1987): Kaufkraftparität, Zinsparität und monetäre Strategien in der offenen Volkswirtschaft. In: *Köhler, C. / Pohl, R.* (Hrsg.), Aspekte der Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften, Berlin, S. 27 - 41. – *Scharrer, H.-E.* (1989): Konstruktiver Delors-Bericht, Wirtschaftsdienst, 69. Jg., Nr. 5, S. 220. – *Siebbe, J. / Willms, M.* (1974): Theorie der Geldpolitik, Berlin, Heidelberg, New York, S. 168 - 190. – *Thygesen, N.* (1989): A European Central Banking System – Some Analytical and Operational Considerations, Kopenhagen. – *Tichy, G.* (1989): Konjunkturpolitik, Berlin, Heidelberg, New York, S. 93 - 100. – *Vaubel, R.* (1989): Grundlagen einer gemeinsamen Währungspolitik, unveröffentlichtes Manuskript, Universität Mannheim, Juli, S. 6. – *Vaubel, R.* (1989): Überholte Glaubenssätze, Wirtschaftsdienst, 69. Jg., Nr. 6, S. 278. – *Vona, S. / Smaghi, L. B.* (1988): Economic Growth and Exchange Rates in the European Monetary System: Their Trade Effects in a Changing External Environment. In: *Giavazzi, F. / Micozzi, St. / Miller, M.* (Eds.), a.a.O., S. 140 - 168. – *Williamson, J. / Miller, M. H.* (1987): Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy, Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics, Nr. 22, Washington. – *Willms, M. / Riechel, K. W.* (1978): Indikatoren III: monetäre, Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 4, S. 133 - 141. – *Willms, M.* (1987): The DM/Dollar Rate and the Exchange Market Intervention Policy of the Deutsche Bundesbank. In: *Hodgman, D. R. / Wood, G. E.* (Eds.), Monetary and Exchange Rate Policy, London, S. 193 - 219. – *Willms, M.* (1988): Ansätze zur Währungs Kooperation und Wechselkursstabilisierung. In: *Gutowski, A.* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung und Währungs Kooperation, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 172, Berlin 1, S. 37 - 58. – *Willms, M.* (1988): Wechselkursstabilisierung durch währungspolitische Kooperation?. In: *Issing, O.* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem, Hamburg, S. 230 - 260. – *Willms, M.* (1988): Strukturpolitik. In: *Bender, D. u.a.* (Hrsg.), Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, 3. Aufl., München 1988, S. 393 ff. – *Wissenschaftlicher Beirat* beim Bundesministerium für Wirtschaft (1989): Stellungnahme zum Bericht des Delors-Ausschusses, Bonn, Juni. – *Wissenschaftlicher Beirat* beim Bundesministerium für Wirtschaft (1989): Gutachten Europäische Währungsordnung, Bonn, Januar.

## Zusammenfassung

### Der Delors-Plan und die Anforderungen an eine gemeinsame Europäische Geldpolitik

In dem vorliegenden Beitrag wird versucht, den Delors-Bericht und die weiterführenden Vorschläge von Kommissionsmitgliedern zur Ausgestaltung einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik einer kritischen Betrachtung vor allem aus deutscher

Sicht zu unterziehen. Hierbei konnte zunächst festgestellt werden, daß die von der Delors-Kommission geforderte politische Unabhängigkeit des EZBS nur unzureichend gesichert sein dürfte. Im Gegensatz zum Kommissionsansatz wird für die Besetzung der geldpolitischen Entscheidungsgremien statt Ernennungen durch die Politiker eine stärkere Berücksichtigung von Wahlprozessen aus den Zentralbanksystemen heraus vorgeschlagen. Zur Gewährleistung des Ziels der Geldwertstabilität wird die Vorgabe von engen Bandbreiten für Veränderungsraten von genau spezifizierten Preisindizes und die Einführung von Anreizmechanismen zu ihrer Einhaltung als notwendig angesehen. Als Zwischenziel der Geldpolitik sollten nach Errichtung des EZBS Geldmengenaggregate sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene dienen. Zur Vermeidung einer Finanzierung von Budgetdefiziten durch Geldschöpfung sollte die Refinanzierung von Staatsschuldtiteln bei den Zentralbanken und beim EZBS völlig eingestellt werden.

In bezug auf die Ausgestaltung des monetären Steuerungsprozesses wird aufgezeigt, daß ein auf ECU-Zwangsreserven basierendes EZBS, wie es bereits für die Phase 2 geplant ist, keinen Freiraum mehr für eine nationale Geldpolitik läßt. Bei der Gewinnverwendung des EZBS wird eine Übertragung an den EG-Haushalt unter Verrechnung der Erträge aus den nationalen Aktiva mit den übrigen Finanzierungsbeiträgen der einzelnen Länder vorgeschlagen.

In der zum Schluß erfolgenden Auseinandersetzung mit dem von der Delors-Kommission zur Absicherung einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik geforderten Ausbau der Struktur- und Regionalpolitik sowie der Koordinierung der Fiskalpolitik wird argumentativ nachgewiesen, daß für diese Maßnahmen keine Notwendigkeit besteht.

## Summary

### **The Delors Plan – Requirements to be Fulfilled by Common European Monetary Policies**

The present contribution represents an attempt to subject to a critical review, from the German point of view in the main, the *Delors* report and the follow-up proposals made by members of the Commission of the European Community on the future shape of common European monetary policies. The first finding was that the political independence demanded by the Delors Commission for the European Central Bank System would probably be deficient. Contrary to the Commission's approach, it is proposed to consider more strongly a composition of the monetary decision-making bodies that is based on election processes within the central bank system rather than on appointment by politicians. In the interest of ensuring monetary stability, the definition of narrow bandwidths within which closely specified price indices would be allowed to vary and the introduction of incentive mechanisms to ensure observance of those bandwidths are deemed necessary. After a European Central Bank System has been established, money supply aggregates should serve as interim targets both at the European and at national level. In the interest of avoiding the financing of budget deficits through money creation, refinancing of government debts by national central banks and by the European Central Bank System should be totally discontinued.

Concerning the future shape of the monetary management process, the present contribution demonstrates that a European Central Bank System based on mandatory



ECU reserves planned as early as for stage 2 would not leave any scope any more for national monetary policies. In respect of the utilization of the European Central Bank System's profits, it is proposed to transfer such profits to the EC budget while accounting proceeds from national assets against the funding contributions the individual Member States are required to make.

In the concluding discussion on more comprehensive structural and regional policies as demanded by the *Delors* Commission in the interest of securing common European monetary policies as well as on the requirement for coordinated fiscal policies, the present contribution furnishes proof in support of the argument that there is no need for such measures.

## Résumé

### **Le plan Delors et les exigences posées à une politique monétaire européenne commune**

Dans cet article, l'auteur essaie d'examiner d'un oeil critique le rapport *Delors* et les propositions, faites par les membres de la Commission, concernant le développement d'une politique monétaire européenne commune. Son examen se fait avant tout du point de vue allemand. On peut tout d'abord constater que l'indépendance politique du système européen des banques centrales, requis par la commission Delors, n'est probablement qu'insuffisamment garantie. A l'encontre de la proposition de la Commission, il est proposé pour la formation des comités de décision en matière de politique monétaire de tenir davantage compte de processus de vote en provenance des systèmes de banque centrale plutôt que de les faire désigner par les politiciens.

Pour réaliser l'objectif de stabilité de la valeur monétaire, l'auteur considère indispensable de prescrire d'étroites marges pour les taux de changement d'indices de prix exactement spécifiés et d'introduire des mécanismes incitant à les respecter. Après avoir créé le système européen des banques centrales, des agrégats de quantité de monnaie en circulation, autant sur le plan européen qu'au niveau national, devraient servir d'objectif intermédiaire de la politique monétaire.

Pour empêcher un financement de déficits budgétaires par la création de trésorerie, le refinancement de titres de dette publique auprès des banques centrales et du système européen des banques centrales devrait être entièrement supprimé.

Pour ce qui est du développement du processus de gestion monétaire, l'auteur montre qu'un système européen des banques centrales, basé sur des réserves forcées en ECU, comme déjà prévu pour la phase 2 – ne laisse plus aucune autonomie à la politique monétaire nationale. Il propose de transférer les bénéfices du système européen des banques centrales au budget de la CEE, en compensant les revenus en provenance des actifs nationaux avec les autres cotisations de financement des différents pays.

Finalement, l'auteur critique le point de vue de la commission *Delors* qui exige le développement de la politique structurelle et régionale et la coordination de la politique fiscale en vue de garantir une politique monétaire européenne commune.

Il prouve par ses arguments que de telles mesures ne sont guère nécessaires.