# Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa

Von Peter Bofinger, Stuttgart*

## I. Einleitung

Ein System fester Wechselkurse führt durch seine Interventions- und Saldenausgleichsverpflichtungen ganz automatisch zu einer Koordination der nationalen Geldpolitiken, ein Aspekt, dem in der Literatur häufig nur wenig Beachtung geschenkt wird. In den Worten von *Swoboda* (1986, S. 15):

„Die neuere Diskussion über das Internationale Währungssystem wurde fast ausschließlich unter dem Gesichtspunkt der Wechselkursstabilisierung geführt. Weniger beachtet wurden die innere Logik unterschiedlicher Wechselkurssysteme, die weiteren Implikationen dieser Logik für die Steuerung des Weltwährungssystems und die Art der internationalen Kooperation in der Wirtschaftspolitik, die für jedes System notwendig ist. (...) Doch diese Aufgabe ist, bei aller Einfachheit, nach meiner Meinung für eine internationale Währungsreform wichtig. Die Beachtung der Logik von Wechselkurssystemen ist entscheidend für die Gestaltung eines verbesserten Währungssystems, das glaubwürdig und funktionsfähig ist. Jeder Versuch einer Reform, der diese Logik verletzt, muß fehlschlagen."

In der vorliegenden Studie wird die Koordination der Geldpolitiken in Europa und die daraus resultierende Determination des europäischen Preisniveaus bei unterschiedlichen institutionellen Arrangements untersucht:

- dem Europäischen Währungssystem (EWS) mit den derzeit geltenden Regeln,
- einem EWS mit Regeln, die eine geringere Asymmetrie zugunsten des Landes mit starker Währung bewirken,
- einem EWS mit einer zusätzlichen direkten Koordination der nationalen Geldpolitiken durch neue Gemeinschaftsinstitutionen.

Als Referenzsystem dient das Kriterium einer effizienten „realen Verankerung" (*Richter,* 1987a, S. 180ff.), d.h. die durch das System bewirkte koordinierte europäische Geldpolitik sollte ein stabiles Preisniveau in Europa gewährleisten. Ein solches „assignment", das einer Preisniveau-

* Der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Verfassers wieder.



DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Regel (*Blinder,* 1987, S. 401) für die europäische Geldpolitik gleichkommt, entspricht der traditionellen wirtschaftspolitischen Rollenverteilung, wie sie unter anderem der Sachverständigenrat (1974) für den nationalen Rahmen entwickelt hat.

Um zu beurteilen, welche Impulse bei exogenen Störungen über die EWS-Regeln auf die nationalen Wirtschaftspolitiken ausgehen, werden im folgenden zwei Indikatoren verwendet:

- Zum einen die Veränderungen der nationalen Geldbasen, die die unmittelbaren Anpassungseffekte des Interventionssystems widerspiegeln. Dieser Indikator entspricht dem gängigen monetären Ansatz der Zahlungsbilanztheorie (*Dornbusch,* 1973).
- Zum anderen Veränderungen der nationalen Währungsreserven der Teilnehmerländer. Dieser Indikator beschreibt die mittelfristigen Anpassungserfordernisse, die durch die Interventions- und Saldenausgleichsverpflichtungen ausgelöst werden. In einem System mit einer effizienten realen Verankerung müssen diese Regeln so ausgestaltet sein, daß ein Land mit einer inflationären Politik, die zu einem Abwertungsdruck auf seine Währung führt, einen Verlust von Währungsreserven erfährt. Da die Währungsreserven eines Landes (und die Möglichkeiten, Reserven auf dem Kreditwege zu beschaffen) stets begrenzt sind, resultiert daraus ein Zwang zur wirtschaftspolitischen Anpassung.

Im Rahmen des „monetären Ansatzes" wäre eine solche Differenzierung zwischen diesen beiden Indikatoren überflüssig, da es in diesen Modellen aufgrund einer strengen Nicht-Sterilisierungsannahme (*v. Whitman,* 1975) stets zu einem Gleichlauf von Geldbasis und Währungsreserven kommt[1]. Es wird im folgenden deutlich werden, daß diese Annahme weder bei den geltenden EWS-Regeln noch bei modifizierten EWS-Vereinbarungen gegeben ist.

## II. Methodische Aspekte

Die Studie unterscheidet sich von anderen Arbeiten über das EWS dadurch, daß sie den Regelmechanismen des Systems eine zentrale Rolle für den Prozeß der Zahlungsbilanzanpassung beimißt. Die theoretische Grundlage für ein solches Vorgehen stellen die Arbeiten der Neuen Institutionenökonomie (NIE) dar, einer Forschungsrichtung, die in den letzten Jahren in den Vereinigten Staaten wie in der Bundesrepublik eine zunehmende Ver-

[1] Siehe dazu die sehr umfassende Darstellung von *Fröhlich* (1986).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

breitung gefunden hat[2]. Das zentrale Anliegen dieser Schule wird am deutlichsten von *Coase* (1984, S. 230) formuliert:

"What distinguishes the modern institutional economists is not that they speak about institutions, (...) nor have they introduced a new economic theory, although they have modified the existing theory in various ways, but that they use standard economic theory to analyse the working of these institutions and to discover the part they play in the operation of the economy."

Die NIE ist somit vor allem ein Forschungsprogramm – ausgehend von der Grundhypothese, "that institutions matter" (*Furobotn* und *Richter,* 1984, S. 2) und geprägt von einem „Denken in Verträgen" (Richter, 1987a, S. 69), das sich nicht so sehr durch eine spezifische Methodik von der traditionellen ökonomischen Theorie unterscheidet als vielmehr durch seine spezifischen Fragestellungen.

Bei einer Anwendung der NIE auf den Bereich der Makroökonomie drängt sich die Analyse von Festkurssystemen geradezu auf, bei denen den vertraglichen Vereinbarungen zwischen Teilnehmern eine zentrale Rolle zukommt. Es wird im folgenden zu zeigen sein, daß ein „Denken in Verträgen" zentrale Zusammenhänge leichter erschließt als komplexe Makromodelle, die zwar sehr viele gesamtwirtschaftliche Rückwirkungen berücksichtigen können, jedoch aufgrund ihres „institutionellen Vakuums" (*Albert,* 1978, S. 81) wenig trennscharf sind, wenn es darum geht, zwischen verschiedenen institutionellen Arrangements zu diskriminieren.

Von den verschiedenen Gruppierungen der NIE bieten vor allem die Arbeiten von *Oliver E. Williamson* (1983, 1986) und von *Goldberg* (1976, 1980) wichtige Anstöße für die Analyse der Vertragsstrukturen eines Festkurssystems. Der Brückenschlag zwischen privaten Verträgen und einem internationalen Abkommen wird dadurch möglich, daß sich diese Autoren auf private Verträge konzentrieren, die durch eine hohe „asset specificity" und damit hohe kontraktspezifische Kosten sowie durch einen längerfristigen Zeithorizont gekennzeichnet sind. Unter diesen Voraussetzungen entwickelt sich ein Vertragsverhältnis mit einer engen Beziehung zwischen den Vertragspartnern („relational contract"). Aufgrund

- eines möglichen opportunistischen Verhaltens der Vertragsteilnehmer,
- der nur begrenzt prognostizierbaren Entwicklung der Zukunft („bounded rationality") und

[2] Die wichtigsten Arbeiten finden sich im Journal of Theoretical and Institutional Economics (Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft). Siehe dazu für den Bereich der Geldtheorie vor allem *Richter* (1987a und 1987b).



DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– der Annahme, daß es den Gerichten häufig nicht möglich ist, "to enforce promises in a knowledgeable, sophisticated and low-cost-way" (*O. Williamson,* 1983, S. 519)

entsteht bei solchen „relational contracts" ein Bedarf an sehr viel komplexeren Vertragsstrukturen als beim Kauf eines standardisierten Massenprodukts, wo der Vertrag („discrete contracting" i.S. von *MacNeil,* 1974) im allgemeinen auf den Kaufzeitpunkt begrenzt ist. Die Suche nach „governance structures", die diesen Erfordernissen Rechnung tragen, steht im Zentrum der Mikro-Vertragsanalyse von Williamson.

Im Kontext des EWS bietet diese Sichtweise die Möglichkeit, den spezifischen Charakter einzelner institutioneller Arrangements sehr viel klarer herauszuarbeiten als mit dem in vielen neueren Publikationen üblichen Vorgehen, das die institutionellen Besonderheiten alternativer Systeme völlig unberücksichtigt läßt.

## III. Das derzeitige EWS-Regelwerk

Den Ausgangspunkt der folgenden Untersuchung bietet das EWS-Abkommen, wie es im Dezember 1978[3] vom *EG-Ministerrat* beschlossen worden ist[4]. Das Kernstück des EWS-Regelwerks bilden die „obligatorischen" Interventionsverpflichtungen. Sie basieren auf einem „Paritätengitter" bilateraler Wechselkurse, d.h. für jede Währung bestehen obere und untere Interventionspunkte gegenüber allen anderen Währungen. Daraus ergibt sich eine formale Symmetrie der Interventionsverpflichtungen: Wenn beispielsweise die Deutsche Mark am oberen Interventionspunkt gegenüber dem französischen Franc notiert, dann befindet sich der Franc gleichzeitig an seinem unteren Interventionspunkt gegenüber der DM. Somit sind immer zwei Notenbanken gleichzeitig zur Intervention verpflichtet. Doch ist diese formale Symmetrie identisch mit einer Symmetrie in den wirtschaftspolitischen Anpassungsverpflichtungen der Teilnehmerländer, wie das von manchen Autoren unterstellt wird[5]? Zur Beantwortung dieser Frage ist es er-

[3] Das Abkommen ist abgedruckt in: Textsammlung zum Europäischen Währungssystem, Hrsg.: Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, 1985.

[4] Die durch die Beschlüsse der Notenbankgouverneure vom Juni 1985 und September 1987 (Basler Abkommen) vorgenommenen Vertragsänderungen haben die Funktionsweise des Systems nicht grundlegend geändert; die Neuregelung der intramarginalen Interventionen wird in III.2 beschrieben.

[5] Siehe beispielsweise *Begg* and *Wyplosz* (1987, p. 3): "As it is well known, when $n$ countries enter a fixed exchange rate arrangement, this puts a constraint on $n-1$

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

forderlich, die Interventionsvorgänge im EWS etwas ausführlicher darzustellen:

Interveniert die Notenbank des Landes mit „schwacher" Währung (z.B. Frankreich), dann erhält sie im Fall einer obligatorischen Intervention unbegrenzt Kredit beim Europäischen Fonds für Währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ), der ihr dafür Zentralbankguthaben in der benötigten „starken" Währung, z.B. der DM, zur Verfügung stellt. Die Banque de France ist verpflichtet, diesen Betrag spätestens nach 9½ Monaten[6] in der Form von Guthaben in Gläubigerwährung, ECU-Guthaben oder anderen Reserve-Aktiva zurückzubezahlen. Durch die Intervention kommt es somit – ceteris paribus –:

a) zu einem Rückgang der Geldbasis in Frankreich und zu einem Anstieg der Geldbasis in der Bundesrepublik. Dadurch werden unmittelbar symmetrisch wirkende Anpassungseffekte in den beiden Ländern ausgelöst.

b) zu einem Rückgang der französischen Währungsreserven und zu einem Anstieg der deutschen Währungsreserven. Über diesen Wirkungskanal, der eher mittelfristig zum Tragen kommt, wird ein überwiegend asymmetrischer Anpassungsprozeß bewirkt. Die Banque de France weiß, daß sie einen Rückgang ihrer Währungsreserven nicht dauerhaft hinnehmen kann. Sie muß sich also früher oder später darum bemühen, ihre Politik so anzupassen, daß der Reserveverlust zum Stillstand kommt. Die Bundesbank sieht sich durch eine Zunahme ihrer Währungsreserven jedoch nicht ohne weiteres genötigt, den Kurs ihrer Politik zu ändern.

---

parities only. Deciding on how to allocate the remaining degree of freedom – the aggregate level of their money stock – is an unresolved issue. When applied to the EMS it is often postulated that one country, namely Germany, captures this degree of freedom and assumes de facto leadership (...). Yet it runs counter the formal setting of the EMS which did not specify that one country would assume a central role, pushing the others to the periphery, so that an explanation ought to be given as to why it might have evolved that way." Ebenso *Melitz* (1985, 1987) und *Eggerstedt* und *Sinn* (1987, S. 8): "Nevertheless, the EMS was originally designed as a symmetrical intervention system. The burden of adjustment was to be shared among the member countries."

[6] Nach dem Abkommen von Basel laufen Interventionssalden 75 Tage (bisher: 45 Tage) nach dem Ende des Monats aus, in dem die Intervention valutiert, d.h. durch effektive Zahlung abgewickelt worden ist. Die Salden können auf Wunsch der Schuldnernotenbank automatisch, d.h. ohne ausdrückliche Zustimmung der Gläubigernotenbank, um drei Monate prolongiert werden, allerdings nur bis zur Höhe der doppelten (bisher: einfachen) Schuldnerquote der betreffenden Zentralbank im kurzfristigen Währungsbeistand. Über diese Plafonds hinausgehende Verbindlichkeiten können nur mit Zustimmung der Gläubigernotenbank prolongiert werden. Im Einvernehmen mit der Gläubigernotenbank ist die Verlängerung von Schuldsalden, deren Fälligkeit bereits einmal „automatisch" um drei Monate verlängert wurde, um weitere drei Monate möglich.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wie sind nun die Anpassungsprozesse gelagert, wenn nicht die Banque de France (Notenbank mit „schwacher" Währung), sondern die Bundesbank als Notenbank mit „starker" Währung am Devisenmarkt interveniert? Die Bundesbank erwirbt bei ihrer Intervention auf dem Devisenmarkt in der Regel Sichtguthaben bei französischen Geschäftsbanken. Gemäß der EWS-Regeln hält sie diese Guthaben jedoch nicht, sondern transferiert sie unmittelbar über den EFWZ an die französische Notenbank. Die Bundesbank erhält dafür eine Forderung gegenüber dem EFWZ und die Banque de France eine Verbindlichkeit, die sie wiederum nach den Saldenausgleichsregeln des EWS zu erfüllen hat. Durch dieses EFWZ-Clearing treten nun ebenfalls wieder symmetrische Liquiditätseffekte in beiden Ländern auf; außerdem findet ein Anstieg der deutschen und ein Rückgang der französischen Währungsreserven statt.

Somit kommt es für die unmittelbaren wie auch die längerfristigen Anpassungseffekte im EWS überhaupt nicht darauf an, welche der beiden Notenbanken rein formal die Intervention durchführt.

Damit bleibt jedoch die Frage, welcher der beiden Anpassungsmechanismen

- die symmetrisch wirkenden Liquiditätseffekte, oder
- die asymmetrisch wirkenden Reserveeffekte („Reservemechanismus")

die Zahlungsbilanzanpassung im EWS dominiert.

### *1. Das Sterilisationsverhalten der Teilnehmer*

Für eine Antwort auf diese Frage muß man vor allem das Sterilisationsverhalten der beteiligten Notenbanken näher überprüfen. Bei der Liquiditätssteuerung der Bundesbank ist unverkennbar, daß sie sich stets darum bemüht hat, die Auswirkungen von Devisenmarktinterventionen auf die heimische Geldbasis möglichst weitgehend zu sterilisieren.

Zur Darstellung der Sterilisationspolitik der Bundesbank kann folgende Gleichung verwendet werden:

$$\Delta \text{ Kredite} = a + b\,\Delta \text{ EFWZ} + c\,\Delta \text{ Dollar}$$

Die endogene Variable ist definiert als die ersten Differenzen der saisonbereinigten Kredite der Bundesbank an die inländischen Banken (Quartalswerte). Wenn die Bundesbank sich um eine Sterilisation der Liquiditätseffekte von Dollar-Interventionen (Δ Dollar, definiert als die ersten Differen-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zen der Devisenreserven der Bundesbank) und von EWS-Interventionen (Δ EFWZ, definiert als die ersten Differenzen der Netto-Forderungen der Bundesbank an den EFWZ) bemüht, müssen die Koeffizienten *b* und *c* in der Größenordnung von − 1 liegen. Der Wert der Konstanten müßte in etwa dem saisonbereinigten (absoluten) Anstieg der Geldbasis gemäß der Zielvorgabe für die Zentralbankgeldmenge entsprechen. Die Ergebnisse der OLS-Schätzungen werden in der Tabelle 1 dargestellt. Für beide Schätzzeiträume (III/1979 - IV/1986 und III/1979 - IV/1987) sind alle Variablen statisch signifikant von Null verschieden, wobei die Koeffizienten *b* und *c* dem Wert von − 1 sehr nahe liegen. Da die Erklärungskraft des Schätzansatzes für den Zeitraum bis IV/1987 deutlich zurückgeht, wurde für diesen Zeitraum eine Dummy-Variable für das 1. Quartal 1987 eingesetzt. Diese Variable ist hochsignifikant und verbessert den Erklärungsgehalt der Schätzung erheblich. Die Berechnungen zeigen somit, daß die Bundesbank mit Ausnahme des 1. Quartals 1987 eine weitgehende Sterilisation der Liquiditätswirkungen aller EWS- und Dollar-Interventionen vorgenommen hat. Die Ergeb-

*Tabelle 1*

**Sterilisationsfunktion der Bundesbank (OLS)**
Abhängige Variable: Erste Differenzen der saisonbereinigten Kredite der Bundesbank an die Geschäftsbanken (Δ Kredite)

| Regression | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| Zeitraum | 1979 III - 1986 IV | 1979 III - 1987 IV | 1979 III - 1987 IV |
| Erklärende Variablen | | | |
| Konstante | 1636 | 1846 | 1474 |
| | (1,89) | (1,89) | (1,73) |
| Δ EFWZ | −0,96 | −0,71 | −0,94 |
| | (4,62) | (3,14) | (4,56) |
| Δ Dollar | −1,23 | −1,19 | −1,39 |
| | (5,68) | (5,15) | (6,70) |
| Dummy | – | – | 18356 |
| | | | (3,44) |
| $\bar{R}_2$ | 0,592 | 0,476 | 0,612 |
| DW | 2,18 | 2,42 | 2,28 |
| Standardfehler der Regression | 4738 | 5642 | 4855 |

(*t*-Werte in Klammern).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nisse unterscheiden sich nur wenig von denen einer Studie von *Mastropasqua* et al. (1987), die einen Koeffizienten von 0,8 für die Auslandskomponente der deutschen Geldbasis ermittelt. In dieser Arbeit werden auch Schätzungen für andere EWS-Länder vorgenommen, wobei Koeffizienten von – 0,3 (Italien und Belgien) und – 0,4 (Frankreich) ermittelt wurden. Dies läßt einen erheblichen Unterschied im Sterilisationsverhalten des Landes mit starker und der Länder mit schwachen Währungen erkennen.

Eine wichtige Rolle für die Erklärung dieser unterschiedlichen Reaktionsweisen dürfte der im EWS bestehende Reservenmechanismus spielen: Die von unsterilisierten Devisenmarktinterventionen ausgehenden Liquiditätswirkungen stellen grundsätzlich einen wesentlichen Bestandteil des Prozesses zu einem neuen Portfolio-Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt dar: Die Zinsen für die schwache Währung steigen, die starke Währung erzielt nur noch eine geringere Verzinsung. Es findet also eine Aufspreizung der Zinsdifferenz statt, die eine Anlage in der schwachen Währung begünstigt. Eine Sterilisation von Interventionen beeinträchtigt diesen automatischen Anpassungsprozeß an ein neues Bestandsgleichgewicht und damit die Effizienz der Interventionen (*Jurgenson,* 1984). Ein Land mit schwacher Währung muß aufgrund der EWS-Regeln also damit rechnen, daß seine Sterilisationspolitik zu einer weiteren Schwäche seiner Währung und damit einem zusätzlichen Interventionsbedarf und Reservenverlust führt. Das Land mit starker Währung kann einem mit der Sterilisation möglicherweise verbundenen Anstieg seiner Reserven demgegenüber vergleichsweise gelassen entgegensehen.

Somit trägt die Asymmetrie des Reservemechanismus zu einem asymmetrischen Sterilisationsverhalten der Teilnehmerländer bei, welches wiederum dazu führt, daß im EWS die von ihrem Primärimpuls symmetrischen Liquiditätseffekte der obligatorischen Interventionen in der zweiten Runde häufig asymmetrisch ausfallen.

### 2. *Zur Bedeutung intramarginaler Interventionen*

Bei der Beurteilung der Symmetrieeigenschaften des Systems ist außerdem das hohe Volumen (Tabelle 2) an intramarginalen Interventionen zu berücksichtigen, die in der Vergangenheit fast ausschließlich von den Ländern mit traditionell schwachen Währungen durchgeführt worden sind. Hier ist das Bestreben der Schwachwährungsländer evident, ein Abgleiten ihrer Währungen an den unteren Interventionspunkt zu verhindern, wodurch – so jedenfalls die Argumentation[7] – die Kapitalabflüsse noch ver-

[7] Siehe dazu kritisch *Bofinger* (1987, S. 12 f.).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stärkt würden. Der Zwang zum Saldenausgleich schafft für Länder mit schwacher Währung somit einen Anreiz, das Erreichen der obligatorischen Interventionspunkte durch intramarginale Interventionen zu verhindern.

*Tabelle 2*

**DM-Intervention im EWS***
(Mrd DM)

+ = DM-Verkäufe bzw. expansiver Liquiditätseffekt in der Bundesrepublik
− = DM-Käufe bzw. kontraktiver Liquiditätseffekt in der Bundesrepublik

| Zeit | | Obligatorisch | Intramarginal | Insgesamt | Nachrichtlich: Liquiditätswirksam in der Bundesrepublik[a)] |
|---|---|---|---|---|---|
| A. Nach Kalenderjahren | | | | | |
| 1979[b)] | Käufe | – | − 2,7 | − 2,7 | − 2,4 |
| | Verkäufe | + 3,6 | + 8,1 | +11,7 | +11,7 |
| | Saldo | + 3,6 | + 5,4 | + 9,0 | + 9,2 |
| 1980 | Käufe | − 5,9 | − 5,9 | −11,8 | −11,1 |
| | Verkäufe | – | + 1,0 | + 1,0 | + 0,6 |
| | Saldo | − 5,9 | − 4,9 | −10,8 | −10,5 |
| 1981 | Käufe | − 2,3 | − 8,1 | −10,4 | −10,3 |
| | Verkäufe | +17,3 | +12,8 | +30,1 | +25,3 |
| | Saldo | +15,0 | + 4,7 | +19,7 | +15,0 |
| 1982 | Käufe | – | − 9,4 | − 9,4 | − 2,5 |
| | Verkäufe | + 3,0 | +12,8 | +15,8 | + 6,1 |
| | Saldo | + 3,0 | + 3,4 | + 6,4 | + 3,7 |
| 1983 | Käufe | −16,7 | −19,1 | −35,8 | −20,4 |
| | Verkäufe | + 8,3 | +12,9 | +21,2 | +12,6 |
| | Saldo | − 8,4 | − 6,2 | −14,5 | − 7,8 |
| 1984 | Käufe | – | −30,2 | −30,2 | − 0,8 |
| | Verkäufe | + 4,7 | + 7,6 | +12,3 | + 4,4 |
| | Saldo | + 4,7 | +22,7 | +17,9 | + 3,6 |
| 1985 | Käufe | – | −29,6 | −29,6 | − 0,2 |
| | Verkäufe | + 0,4 | +30,8 | +31,1 | – |
| | Saldo | + 0,4 | + 1,2 | + 1,5 | − 0,2 |
| 1986 | Käufe | −19,0 | −33,6 | −52,6 | −12,1 |
| | Verkäufe | + 4,1 | +76,0 | +80,1 | + 3,8 |
| | Saldo | −14,8 | +42,4 | +27,6 | − 8,4 |

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

*Tabelle 2:* Fortsetzung

| Zeit | Obligatorisch | Intramarginal | Insgesamt | Nachrichtlich: Liquiditätswirksam in der Bundesrepublik[a)] |
|---|---|---|---|---|
| B. Nach ausgewählten Zeiträumen, netto | | | | |
| 21. März 1983 - 8. Juli 1985 Vom ersten Handelstag nach dem Realignment vom 21. März 1983 bis zum Auslaufen größerer DM-Käufe der Partnerländer | – 11,8 | – 49,8 | – 61,6 | – 16,9 |
| 11. Juli 1985 - 4. April 1986 Vom Auslaufen größerer DM-Käufe der Partnerländer bis zum letzten Handelstag vor dem Realignment vom 6. April 1986 | + 0,7 | + 33,3 | + 34,0 | + 0,0 |
| 7. April 1986 - 7. Juli 1986 Vom ersten Handelstag nach dem Realignment vom 6. April 1988 bis zum Auslaufen größerer DM-Käufe der Partnerländer | – 19,0 | – 10,9 | – 29,9 | – 10,3 |
| 8. Juli 1986 - 9. Januar 1987 Vom Auslaufen größerer DM-Käufe der Partnerländer bis zum letzten Handelstag vor dem Realignment vom 12. Januar 1987 | + 18,9 | + 44,1 | + 63,0 | + 17,4 |
| 12. Jan. 1987 - 20. Feb. 1987 Vom ersten Handelstag nach dem Realignment vom 12. Januar 1987 bis zum letzten Handelstag vor dem Pariser Übereinkommen vom 22. Februar 1987 | – | – 7,3 | – 7,3 | – 0,9 |
| 23. Feb. 1987 - 31. März 1987 Vom ersten Handelstag nach dem Pariser Übereinkommen vom 22. Februar 1987 bis zum Quartalsende | – | – 16,1 | – 16,1 | – 5,7 |

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Anders als bei den obligatorischen Interventionen standen für diese Interventionen bis zum Herbst 1987 die Kreditfazilitäten des EWS grundsätzlich nicht zur Verfügung. Sie mußten also mit DM-Guthaben bei Geschäftsbanken durchgeführt werden, die im allgemeinen auf den Euromärkten gehalten wurden. Dies hatte zur Folge, daß sich bei solchen Interventionen immer nur asymmetrische Liquiditätseffekte ergaben. Die Geldbasis wurde nur im Land mit schwacher Währung reduziert, im Land mit starker Währung blieb sie unbeeinflußt. Bei dem großen Umfang dieser Interventionsform wurde damit ebenfalls die Asymmetrie der Anpassungsverpflichtungen verstärkt.

Nach dem Abkommen von Basel können intramarginale Interventionen nunmehr begrenzt über den EFWZ finanziert werden, wodurch diese Symmetrie etwas reduziert worden ist. Die Inanspruchnahme der EFWZ-Finanzierung darf das Doppelte der Schuldnerquote der Teilnehmerländer im kurzfristigen Währungsbeistand nicht überschreiten[8]. Der maximal mögliche Betrag beläuft sich für die Schwachwährungsländer (Italien, Belgien, Frankreich, Dänemark, Irland) auf insgesamt rund 15 Mrd. DM und ist damit deutlich geringer als die intramarginalen Interventionen des Jahres 1986 (+ 42,4 Mrd. DM).

### 3. *Marktbestimmte Leitwährungsrolle der DM*

Die Dominanz der asymmetrischen Regelelemente im EWS erlaubt somit eine Erklärung der DM-Hegemonie, die bisher in der Literatur wenig beachtet worden ist. Da die DM – abgesehen von den beiden Jahren 1979/80 – stets die stärkste EWS-Währung gewesen ist, konnte die Bundesbank durch die EWS-Regeln nie einem Anpassungsdruck an die Politik der übrigen Länder ausgesetzt werden. Umgekehrt mußten die übrigen Länder bei ihrer Wirt-

[8] Mit dem Abkommen von Basel besteht jetzt eine Vermutung, daß intramarginale Interventionen in EWS-Währungen, die mit Zustimmung der die Interventionswährung ausgebenden Zentralbank vorgenommen werden, unter bestimmten Voraussetzungen in die sehr kurzfristige Finanzierung über den EFWZ einbezogen werden können; der kumulative Betrag solcher der Schuldnerzentralbank zur Verfügung gestellter Finanzierungen darf nicht mehr als das Doppelte ihrer Schuldnerquote im kurzfristigen Währungsbeistand betragen.

---

* DM-Interventionen anderer am Wechselkursverbund beteiligter Notenbanken und EWS-Interventionen der Bundesbank. – a) Gibt an, in welchem Umfang DM-Interventionen im EWS und die Regulierung von Gläubiger- und Schuldnerpositionen im EFWZ die Netto-Auslandsposition der Bundesbank und damit die Zentralbankgeldversorgung der Banken beeinflußten; ohne Transaktionen, die mit der Abwicklung der „Währungsschlange", die vom EWS abgelöst wurde, zusammenhängen. – b) Ab Beginn des EWS am 13. März 1979.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1986, S. 74.

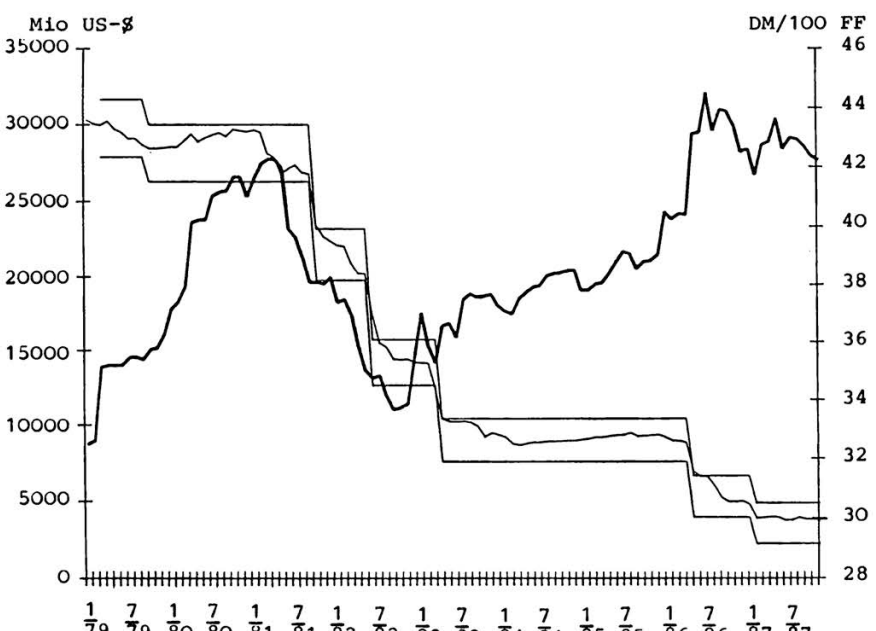
DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schaftspolitik stets darauf achten, daß sie nicht mit untragbar großen Reservenverlusten verbunden ist. Ein Beispiel für die Bedeutung dieses Mechanismus bietet die französische Wirtschaftspolitik in den Anfangsjahren des Systems (Schaubild 1). Die anfängliche Schwäche der DM erlaubte zunächst eine starke Zunahme der französischen Devisenreserven. Die Regierung *Mitterand,* die im Frühjahr 1981 an die Macht gekommen war, nutzte diesen Spielraum unmittelbar für eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Im EWS kam es dadurch sehr rasch zu einer geänderten Einschätzung des Franc, in deren Folge die französischen Devisenreserven trotz zweier Realignments schnell aufgezehrt wurden. Der Kurs der Wirtschaftspolitik war „unsustainable" geworden. Die wirtschaftspolitische Wende trat dann im März 1983 ein. Nach einer erneuten Abwertung des Franc beschloß die Regierung ein umfassendes Programm zur Sanierung der Staatsfinanzen. Sie behielt diese Grundlinie ihrer Geld- und Finanzpolitik bis heute im wesentlichen bei (Tabelle 3).

Wenn man sich also fragt, wieso die DM zur Leitwährung im EWS geworden ist – auch gegenüber großen EWS-Volkswirtschaften wie Italien und Frankreich, dann dürfte die hier beschriebene Funktionsweise des Reserven-

Schaubild 1

Französische Währungsreserven (brutto) und Position des Franc im EWS-Band




DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

*Tabelle 3*

**Vergleich wichtiger Indikatoren**
**Frankreich – Bundesrepublik**

| Zeit | Inflationsrate (Verbraucherpreise) | | | Geldmengenentwicklung (Zuwachsrate in vH) | | | Defizit des öffentlichen Sektors (in % des BSP) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Frankreich | BRD | Differenz | Frankreich (M2) | BRD (M3) | Differenz | Frankreich | BRD | Differenz |
| 1979 | 10,8 | 4,1 | 6,7 | 14,3 | 8,9 | 5,4 | −0,7 | −2,5 | −1,8 |
| 1980 | 13,5 | 5,4 | 8,1 | 9,0 | 5,3 | 3,7 | 0,0 | −2,9 | −2,9 |
| 1981 | 13,4 | 6,3 | 6,7 | 11,9 | 6,4 | 5,5 | −1,9 | −3,7 | −1,8 |
| 1982 | 11,8 | 5,3 | 6,2 | 13,8 | 6,5 | 7,3 | −2,8 | −3,3 | −0,5 |
| 1983 | 9,6 | 3,3 | 6,1 | 11,9 | 6,6 | 5,4 | −3,2 | −2,5 | 0,7 |
| 1984 | 7,4 | 2,4 | 4,9 | 11,0 | 3,8 | 7,2 | −2,7 | −1,9 | 0,8 |
| 1985 | 5,8 | 2,0 | 3,6 | 8,4 | 5,1 | 3,3 | −2,9 | −1,1 | 1,8 |
| 1986 | 2,7 | −0,2 | 2,9 | 6,3 | 8,4 | −2,1 | −2,9 | −1,2 | 1,7 |
| 1987 | 3,1 | 0,3 | 2,8 | 3,4 | 7,1 | −3,7 | −2,8 | −1,7 | 1,1 |
| 1988 | | | | | | | −2,7 | −2,3 | 0,4 |

*Quelle:* OECD Economic Outlook 1987, Deutsche Bundesbank.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mechanismus eine wesentliche Rolle gespielt haben. In der Literatur (*Giavazzi* und *Giovanni,* 1987) wird bei der Erklärung der Leitwährungsrolle im EWS demgegenüber häufig auf die Unterschiede in der ökonomischen Bedeutung der Teilnehmerländer abgestellt. Aus Tabelle 4 wird deutlich, daß die Differenzen im BSP vergleichsweise gering sind und daß die für eine Analyse der Finanzmärkte sehr viel relevantere Geldmenge M1 in der Bundesrepublik geringer ist als in Frankreich und Italien (*Vaubel,* 1987). Wesentliche Unterschiede bestehen allerdings bei den Exporten sowohl insgesamt als auch bei den Intra-EG Exporten. Da jedoch die Kapitalverkehrstransaktionen weit über die Handelstransaktionen hinausgehen, dürfte diesem Indikator keine wesentliche Bedeutung zukommen.

*Tabelle 4*

**Größenvergleich Bundesrepublik – Frankreich – Italien**

| Indikator | M1 in Mrd ECU (III. Quartal 1986) | BSP in jeweiligen Preisen in Mrd Kaufkrafteinheiten (1987) | Exporte in Mrd ECU (1986) | Exporte innerhalb der EG in Mrd ECU (1986) |
|---|---|---|---|---|
| Bundesrepublik | 151,01 | 1010,6 | 247,5 | 126,2 |
| Frankreich | 155,36 | 875,1 | 121,4 | 70,3 |
| Italien | 209,62 | 860,1 | 99,4 | 53,7 |

*Quellen:* Eurostatistik, IMF International Financial Statistics.

Das EWS unterscheidet sich somit von einem Festkursregime vom Typ des Bretton Woods-Systems dadurch, daß die Leitwährungsrolle also nicht durch die Statuten fixiert ist[9], sondern von der Bewertung der Währungen am Devisenmarkt bestimmt wird. Das Land mit der stärksten Währung erhält einen zusätzlichen Freiheitsgrad, den es für eine autonome Wirtschaftspolitik nutzen kann.

## 4. *Determination des europäischen Preisniveaus*

Um festzustellen, inwieweit das derzeitige EWS dem Kriterium einer effizienten realen Verankerung gerecht wird, soll in diesem Abschnitt darge-

[9] Nach Artikel IV, Abschnitt 1 des Abkommens über den Internationalen Währungsfonds sollte der Paritätswert der Währungen in Gold *oder* in US-Dollar im Gewicht und in der Feinheit vom 1. Juli 1944 ausgedrückt werden (BGBl. II 1952, S. 637ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stellt werden, wie das europäische Preisniveau aufgrund der hier beschriebenen Koordinationsmechanismen determiniert wird.

Die deutsche Geldnachfrage lautet:

$$m_g^d = y_g + P_g \,, \tag{1}$$

wobei die Variablen die logarithmierten Werte der nachgefragten Geldmenge ($m_g^d$), des Volkseinkommens ($y_g$) und das Preisniveau ($P_g$) in der Bundesrepublik bezeichnen. Bei einem festen Geldmengenziel der Bundesbank und bei der Annahme eines exogen vorgegebenen realen Volkseinkommens bestimmt das Geldangebot das deutsche Preisniveau.

Bei festen EWS-Wechselkursrelationen ($\bar{e}_{o/\mathrm{DM}}$) wird das Preisniveau in den übrigen EWS-Ländern ($p_o$) durch den „direkten internationalen Preiszusammenhang" (*Stützel,* 1964) festgelegt:

$$p_o = \bar{e}_{o/\mathrm{DM}} + P_g \tag{2}$$

Damit wird das Geldangebot in den übrigen Ländern – und das gesamte EWS-Geldangebot – endogen determiniert durch das Preisniveau und das als exogen angenommene Volkseinkommen in diesen Ländern:

$$m_o = \bar{y}_o + p_o \tag{3}$$

Eine solche Erklärung des europäischen Preisniveaus findet man unter anderem bei *Gros* (1987), wo allerdings offenbleibt, wieso der Prozeß in der hier beschriebenen Abfolge abläuft und nicht umgekehrt. Dabei wird wiederum deutlich, daß die Asymmetrie des EWS ohne Bezugnahme auf den Reservemechanismus nur schwer zu erklären ist.

Inwieweit wird dieses Koordinationsverfahren dem hier aufgestellten Kriterium einer effizienten realen Verankerung des europäischen Preisniveaus gerecht? Die Bundesbank hat den ihr aufgrund der Systemregeln eröffneten makroökonomischen Freiheitsgrad in den letzten neun Jahren stets dazu genutzt, eine Strategie der Geldmengensteuerung zu betreiben, die auf eine Stabilisierung des deutschen Preisniveaus ausgerichtet gewesen ist. Über den direkten internationalen Preiszusammenhang konnte die deutsche Inflationsrate auch die Inflationsrate in den übrigen EWS-Ländern beeinflussen. Durch die mehrfachen EWS-Realignments wurde diesen Ländern allerdings immer wieder ein Abkoppeln von der deutschen Inflationsrate ermöglicht. Im geltenden EWS-Regime wird also die europäische Inflationsrate über

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- die Grundlinie der deutschen Geldpolitik,
- den direkten internationalen Preiszusammenhang,
- die sich aus den EWS-Regeln ergebenden Anpassungsverpflichtungen (Liquiditätseffekte, Reservemechanismus)
- sowie die im System vorhandenen Spielräume (Realignments, Kapitalverkehrskontrollen) für eine autonome Geldpolitik in Schwachwährungsländern

bestimmt. Es kommt auf diese Weise zu einer „indirekten realen Verankerung" des Systems. Dieses Verfahren zur Bestimmung eines gemeinsamen europäischen Preisniveaus weist unter dem hier genannten Referenzsystem folgende Defekte auf:

a) Da im EWS-Abkommen keine Regelungen über die direkte Koordination der nationalen Geldpolitiken vereinbart worden sind, steht es dem Land mit der stärksten Währung grundsätzlich frei, eine inflationäre oder deflationäre Politik zu betreiben. Eine solche Politik wäre mit seiner dominierenden Stellung solange vereinbar, als es eine niedrigere Inflationsrate als die übrigen Länder aufweist. In beiden Fällen würde das System nicht mehr über ein stabiles Preisniveau verfügen.

b) Die indirekte Verankerung des europäischen Niveaus hängt wesentlich davon ab, daß der Reservemechanismus eine wirksame Disziplinierung von Ländern mit inflatorischer Politik bewirkt. Dies ist dann gewährleistet, wenn die Währungen von Ländern mit hohen Inflationsraten einem Abwertungsdruck ausgesetzt sind. Die relative Bewertung der EWS-Währungen durch den Markt muß sich also in etwa gemäß der Kaufkraftparitätentheorie der Wechselkurse vollziehen. Schaubild 2 zeigt den tatsächlichen und einen hypothetischen Kursverlauf des Außenwerts der DM gegenüber dem französischen Franc, der auf der Basis des Zeitraums 1979/80 und unter Zugrundelegung von Unterschieden in den Verbraucherpreisen ermittelt worden ist. Es wird dabei deutlich, daß es im EWS bisher vor allem zu *Über*bewertungen des Franc gegenüber der DM gekommen ist, die den Anpassungsdruck gegenüber der deutschen Wirtschaftspolitik temporär abgemildert haben. Eine nennenswerte *Unter*bewertung des Franc ist dagegen nur in den Jahren 1983 und 1984 zu erkennen. Insoweit hat der Reservemechanismus eher eine zu inflationäre Politik in Frankreich ermöglicht, als daß er die französische Wirtschaftspolitik zu einem unangemessen deflationären Kurs veranlaßt hat.

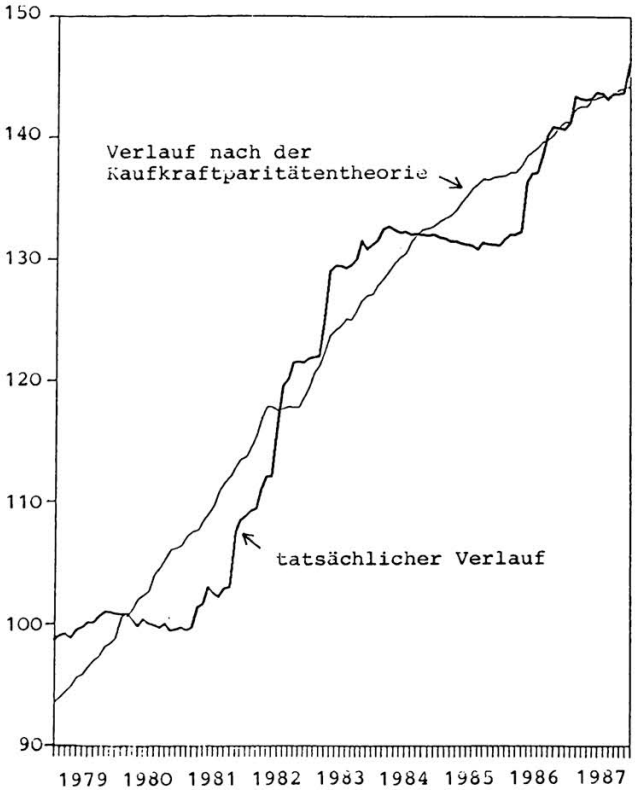
c) Durch Paritätsänderungen und Kapitalverkehrskontrollen ist es den Ländern mit schwacher Währung grundsätzlich möglich, ihr nationales

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 2

Außenwert der DM gegenüber dem französischen Franc (1979/1980) = 100

Tatsächliche Entwicklung und hypothetischer Verlauf
gemäß der Kaufkraftparitätentheorie




Preisniveau bis zu einem gewissen Grad vom deutschen abzukoppeln, ohne einen Verlust von Währungsreserven ausgesetzt zu sein. Dadurch kann also die indirekte reale Verankerung des Systems erheblich gelokkert werden.

Unter dem Aspekt einer Stabilisierung des Preisniveaus in Europa ist die vom derzeitigen EWS-Regime bewirkte geldpolitische Koordination in Europa grundsätzlich noch suboptimal, wobei die Punkte a) und b) bisher jedoch kaum zum Tragen gekommen sind. So hat die Politik der Bundesbank in den letzten neun Jahren wesentlich dazu beigetragen, daß vom Leitwährungsland keine Beeinträchtigungen gemäß a) ausgegangen sind.



DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Aus kontrakttheoretischer Sicht weist das derzeitige EWS-Abkommen für Länder mit traditionell schwachen Währungen den wesentlichen Nachteil auf, das sie weitgehend schutzlos einem möglichen Opportunismus des Landes mit starker Währung ausgesetzt sind, während ihre eigenen Spielräume für opportunistisches Handeln durch den „Reservemechanismus" sehr stark eingeschränkt sind. Diese ungleichgewichtige Ausgestaltung der „governance structures" des EWS erklärt die Bemühungen der übrigen EWS-Länder um eine Neugestaltung der monetären Koordinationsprozesse in Europa. Da Symmetrie oder Asymmetrie von vertraglichen Verpflichtungen jedoch keine eigenständigen geldpolitischen Beurteilungskriterien darstellen, müssen diese Vorschläge ebenfalls unter dem Kriterium der realen Verankerung geprüft werden.

## IV. Ansätze zur Weiterentwicklung des EWS

### *1. Änderung der EWS-Regeln*

Um die Asymmetrie der EWS-Regeln zu vermindern, werden von französischer Seite (*Balladur,* 1987 und 1988) und von der EG-Kommission vor allem zwei Änderungen des EWS-Abkommens angestrebt:

a) das gegenseitige Halten von EWS-Währungsreserven durch die Notenbanken der Teilnehmerländer

b) eine Stärkung des auf der ECU basierenden Abweichungsindikators.

#### a) Gegenseitiges Halten von Währungsreserven

Nach den geltenden Bestimmungen des EWS ist es den Teilnehmernotenbanken nicht gestattet, auf die Währungen anderer EWS-Länder lautende Aktiva zu halten, wenn diese das Volumen von „working balances" überschreiten[10]. Allerdings wurde diese Regel in der Vergangenheit sehr pragmatisch gehandhabt, so daß unter anderem Frankreich mit Zustimmung der Bundesbank sehr umfangreiche Reservebestände in DM hatte aufbauen können. Wenn nun also die Bundesbank daran interessiert wäre, ihrerseits Guthaben in Franc zu halten, könnte ihr das die Banque de France wohl

[10] Artikel 15 des Abkommens vom 13. März 1979 zwischen den Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft über die Funktionsweise des Europäischen Währungssystems stellt fest: „Die Zentralbanken können laufende Guthaben in Gemeinschaftswährungen innerhalb der vom Ausschuß der Zentralbankpräsidenten festgelegten betragsmäßigen Begrenzung halten. Diese Obergrenzen können nur mit Zustimmung der betreffenden Zentralbank überschritten werden."

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kaum verwehren. Die französische Initiative läßt sich daher nur so verstehen, daß damit nicht ein freiwilliger Erwerb von Währungsreserven, sondern eine Verpflichtung zum Halten von Aktiva in Schwachwährungen verstanden wird[11].

Geht man einmal zur Verdeutlichung des Ganzen von der Annahme aus, daß eine solche Vorschrift generell für alle EWS-Interventionen Anwendung finden sollte, dann lassen sich folgende Anpassungsprozesse ableiten:

Bei einer obligatorischen Intervention durch die Notenbank des Landes mit schwacher Währung würde sich dadurch keine Änderung der Anpassungsmechanismen gegenüber dem Status quo ergeben. Bei der Intervention durch die Notenbank des Landes mit starker Währung würde nach einem Ankauf von Aktiva in der Schwachwährung kein Transfer zum EFWZ mehr erfolgen. Die ankaufende Notenbank müßte diese Aktiva dauerhaft in den Bestand ihrer Währungsreserven übernehmen. Da das EWFZ-Clearing unterbleibt, käme es jetzt

- zu einseitigen Liquiditätswirkungen ausschließlich im Land mit starker Währung, so daß an die Stelle von symmetrischen Liquiditätseffekten eine asymmetrische Zunahme der Geldbasis im Land mit starker Währung träte,
- zu einem Anstieg der Währungsreserven im Land mit starker Währung, ohne daß jedoch die Währungsreserven im Land mit schwacher Währung reduziert würden. Der bisher asymmetrisch wirkende Reservemechanismus wäre bei dieser Regeländerung völlig außer Kraft gesetzt.

Da jetzt die Zahlungsbilanzanpassung erheblich davon bestimmt wird, welches der beiden Länder die Intervention durchführt, wären bei dem geltenden Paritätengitter erhebliche Konflikte zwischen den Teilnehmerländern vorprogrammiert, wobei die Notenbank mit schwacher Währung ein erhebliches Interesse daran haben müßte, daß die Interventionen im Land der starken Währung erfolgen. Aus kontrakttheoretischer Sicht wurde das EWS-Abkommen somit in eine ungünstigere „governance structure" überführt. Überdies wäre es bei integrierten Finanzmärkten von den Zufälligkeiten der Arbitrage- und Spekulationsprozesse bestimmt, auf welchem der beiden Teilmärkte der größere Teil des Marktausgleichs durch die jeweilige Notenbank zu erfolgen hat. Es wäre somit der Prozeß der Zahlungsbilanz-

[11] „... la réforme nécessaire empêchera que la charge du financement des interventions sur le marché retombe systématiquement sur la Banque centrale du pays dont la monnaie est la moins recherchée, alors même que le pays dont la monnaie se revaloriserait le plus serait celui qui s'écarterait le plus des objectifs fixés en commun". *Balladur* (1988).



DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

anpassung zwischen den EWS-Ländern nicht mehr eindeutig prognostizierbar. Überwiegen die Interventionen durch das Land mit starker Währung, dann würde die bisherige indirekte reale Verankerung des Systems erheblich beeinträchtigt werden.

### b) Stärkung des Abweichungsindikators

In eine ähnliche Richtung würde der Anpassungsprozeß gelenkt werden, wenn die Rolle des „Abweichungsindikators" gestärkt würde. Dieser Indikator, der auf der Europäischen Währungseinheit (ECU) basiert, sollte gemäß dem EWS-Abkommen vom Dezember 1978 aufzeigen, bei welchem der Teilnehmerländer ein spezifischer Anpassungsbedarf besteht. Da es sich dabei jedoch nicht um eine verbindliche Verpflichtung handelt, sondern lediglich um eine „Vermutung", daß eine Anpassung vorgenommen wird, wurden die Signale dieses Indikators, die überdies durch die Schwankungen des Pfund-Kurses verzerrt wurden, bisher nicht beachtet. Eine Stärkung des Indikators würde also darauf hinauslaufen, den damit verbundenen Anpassungsaufgaben (diversifizierte Interventionen, interne währungspolitische Maßnahmen, Änderungen der Leitkurse, andere wirtschaftspolitische Maßnahmen) eine stärkere Verbindlichkeit beizumessen. Dies hätte unter anderem zur Folge, daß das Interventionssystem des EWS, das bisher auf dem Paritätengitterstandard basiert, zumindest teilweise substituiert würde durch einen Währungskorbstandard. Die Unterschiede zwischen diesen beiden Ausgestaltungsformen eines Festkursregimes können hier nur kurz beschrieben werden:

Bei einem Paritätengitterstandard stehen sich im Interventionsfall stets eine schwache und starke Währung gegenüber. Interveniert die Notenbank mit starker Währung, dann läßt sich stets eindeutig festlegen, welches Land (mit schwacher Währung) den Saldenausgleich dafür vorzunehmen hat.

Bei einem Währungskorbstandard kann jedoch eine Situation auftreten, in der eine starke Währung an ihrem oberen Interventionspunkt gegenüber der ECU notiert und somit zu einer „diversifizierten" Intervention verpflichtet ist, während die übrigen Währungen noch oberhalb ihres Korbinterventionspunktes liegen. Eine solche Situation wäre beispielsweise in der Phase vor dem Realignment vom Januar 1987 gegeben gewesen. Verfügte das EWS ausschließlich über einen Währungskorbstandard, dann wäre in solchen Situationen nicht mehr klar zurechenbar, welches der „schwachen" Länder, die ausweislich ihrer Parität gegenüber dem Währungskorb jedoch nicht als „schwach" einzustufen sind, für den Saldenausgleich heranzuziehen ist. Da ein Saldenausgleich in dieser Situation der Logik des Standards

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

widerspräche, bewirkt eine Stärkung des Divergenzindikators eine ganz ähnliche Umkehrung der Anpassungsprozesse wie ein gegenseitiges Halten von EWS-Währungsreserven. Ein Land, dessen Währung vom Durchschnitt aller Währungen nach oben abweicht, wäre zum Ankauf von schwachen Währungen verpflichtet, ohne dafür einen Anspruch auf Saldenausgleich zu haben. Es käme dort also zu einseitigen (inflatorischen) Liquiditätseffekten im Land mit starker Währung, ohne daß die übrigen Länder – über den Reservemechanismus – zu einer eigenen Anpassungsleistung verpflichtet wären. Unter dem Kriterium einer effizienten realen Verankerung des EWS-Preisniveaus stellen also beide Vorschläge einen Rückschritt gegenüber dem Status quo dar. Es würde zwar die bestehende Asymmetrie der Anpassungsverpflichtungen beseitigt, jedoch um den Preis einer neuen Asymmetrie, die Länder mit einer stabilitätsorientierten Ausrichtung ihrer Geldpolitik einem Anpassungsdruck an weniger stabilitätsorientierte Länder aussetzte.

#### c) Kontrakttheoretische Aspekte

Das für die Arbeiten von *Williamson* zentrale Element des Opportunismus läßt den Unterschied zwischen einem nach diesen Vorschlägen umgebauten EWS und den derzeitigen EWS-Regelungen besonders deutlich werden. Während beim Status quo die Länder mit schwachen Währungen einseitig dem Opportunismus des Landes mit starker Währung (= Risiken einer deflationären Politik) ausgesetzt sind, wäre in einem entsprechend modifizierten System das Land mit starker Währung völlig schutzlos gegenüber dem möglichen Opportunismus (= Risiken einer inflationären Politik) der Länder mit schwachen Währungen. Es zeigt sich somit, daß die vergleichsweise einfache institutionelle Struktur des EWS-Wechselkursverbunds, die völlig ohne gemeinschaftliche Koordinierungs- und Kontrollgremien auskommt, nicht so umgestaltet werden kann, daß das Regelwerk gleichzeitig den Opportunismus des Landes mit starker Währung als auch den des Landes mit schwacher Währung beschränken kann. Es ist somit kaum wahrscheinlich, daß es zwischen EWS-Vertragspartnern zu einer entsprechenden Neuregelung des EWS kommen wird.

### 2. *Direkte Formen der geldpolitischen Koordination*

Die Spielräume für opportunistisches Verhalten von Schwachwährungsländern und die stabilitätspolitischen Risiken, die mit einer solchen Umstrukturierung des EWS verbunden wären, legen es nahe, nach anderen

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Möglichkeiten einer geld- und währungspolitischen Koordination zu suchen. An die Stelle eines Vertragswerks mit einer indirekten Koordination durch die Interventions- und Saldenausgleichsregeln des EWS-Festkurssystems könnte ein Vertrag mit einer direkten Koordination der nationalen Geldpolitiken treten. Bei einer effizienten direkten geldpolitischen Koordination würde die Koordination durch die EWS-Regeln und die damit einhergehenden Risiken des Opportunismus erheblich an Bedeutung verlieren.

Vorstellungen dieser Art prägen die vor kurzem beschlossene Errichtung eines deutsch-französischen Finanz- und Wirtschaftsrats, dessen Aufgabe darin bestehen soll, eine möglichst weitgehende Abstimmung der nationalen Geldpolitiken herbeizuführen[12]. Auf Gemeinschaftsebene hat sich dafür der *Padoa-Schioppa*-Bericht (1988) ausgesprochen. Nach den Vorstellungen dieses Berichts sollten in Zukunft die Geldmengenziele nicht mehr von den nationalen Notenbanken, sondern vom EG-Währungsausschuß festgelegt werden und die Durchführung der nationalen Geldpolitiken sollte unter Regie des EG-Gouverneursausschusses erfolgen.

Wie würde eine solche geldpolitische Koordination im einzelnen aussehen? Geht man einmal davon aus, daß das Ziel der Koordination darin bestehen soll, Preisstabilität in Europa zu gewährleisten, dann müßte der Ausgangspunkt so etwas wie eine europäische Geldmengenregel darstellen, die nach ähnlichen Prinzipien abgeleitet werden könnte, wie das die Bundesbank derzeit im nationalen Rahmen vornimmt („Potentialformel")[13]. Um diese gemeinsame Geldmengenregel in den einzelnen Ländern umzusetzen, müßte jede einzelne Notenbank dazu übergehen, das Wachstum der Kreditgewährung an die heimischen Banken zu steuern, wobei der Zielwert wiederum nach der sogenannten „Potentialformel" abgeleitet werden müßte. Wenn sich jedes Land an diese Zielvorgabe hält, was gleichbedeutend damit ist, daß keine Sterilisation von Interventionen erfolgt, dann resultiert daraus auch auf der Gemeinschaftsebene eine stabilitätsgerechte Ausweitung des Geldangebots. (Würden die Länder nationale Zielvorgaben für die Geldbasis verfolgen, dann müßten Devisenmarkt-Interventionen stets vollstän-

---

[12] Die entsprechende Passage aus Artikel 4 des Zusatzprotokolls lautet im deutschen Text: „Er (der Rat; P. B.) erörtert regelmäßig die Währungspolitik beider Länder im nationalen, europäischen und internationalen Bereich mit dem Ziel einer möglichst weitgehenden Abstimmung". Im französischen Text wird diese Aufgabe wie folgt beschrieben: „Examiner periodiquement les politiques monétaires menées dans chacun des pays dans la domaine interne, en matière européenne, et en matière internationale, en vue d'une coordination aussi étroite que possible."

[13] Nach dieser Formel soll die Geldmenge gemäß dem erwarteten Wachstum des Produktionspotentials in jeweiligen Preisen ausgeweitet werden. Siehe dazu Deutsche Bundesbank (1987, S. 95f.).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dig sterilisiert werden, womit die bereits erwähnten Ausgleichskräfte grundsätzlich nicht zum Tragen kommen könnten.)

Gegenüber dem Status quo würde eine solche koordinierte Geldmengensteuerung, die man sowohl im bilateralen deutsch-französischen Rahmen als auch auf der Gemeinschaftsebene durchführen könnte, folgende Unterschiede aufweisen:

- Das europäische Preisniveau würde nicht mehr von der Bundesbank sondern von einer Gemeinschaftsinstitution determiniert werden. Die Bundesbank würde ihren Freiheitsgrad als marktbestimmte Leitwährungsnotenbank des Systems verlieren und wäre damit auch de facto den gleichen Verpflichtungen unterworfen wie alle anderen Notenbanken.
- Die Steuerung der Kreditgewährung an die heimischen Banken hätte zur Folge, daß die Bundesbank keine Sterilisation von EWS-Interventionen mehr vornehmen könnte.
- Bei einer effizienten geldpolitischen Koordination nach Maßgabe dieser Regeln könnte man weitgehend auf die Anpassungsverpflichtungen des EWS-Reservemechanismus verzichten. Wenn sich alle Länder an diese Regeln hielten, wäre es nicht mehr erforderlich, sie über den Verlust von Währungsreserven zu disziplinieren. Es wäre dann durchaus denkbar, den Saldenausgleich im EWS im Sinne der französischen Vorstellungen flexibler zu handhaben, insbesondere dann, wenn offensichtlich ist, daß Spannungen im EWS durch starke Schwankungen des DM/Dollar-Kurses bedingt sind.

Auf den ersten Blick scheint eine solche direkte geldpolitische Koordination durchaus ihre Vorzüge zu haben. Die Probleme eines solchen Prozedere werden erst deutlich, wenn man diese Vorschläge darauf überprüft, inwieweit sie auf einer „governance structure" basieren, die dem möglichen Opportunismus der Teilnehmerländer Rechnung trägt. Dazu muß die institutionelle Umsetzung eines solchen Koordinationsverfahrens näher überprüft werden, was bisher in der Literatur kaum beachtet worden ist.

Die prozeduralen Schwierigkeiten würden damit beginnen, sich im Währungsausschuß gemeinsam über die nationalen Zielvorgaben zu einigen. Die der Potentialformel zugrundeliegenden Schätzungen des Potentialwachstums wie der unvermeidlichen Preissteigerungsraten lassen stets erhebliche Spielräume für divergierende Zielansätze. Ein Land, das eine expansive Geldpolitik anstrebt, könnte versuchen, sein Potentialwachstum und den unvermeidlichen Preisanstieg möglichst hoch anzusetzen. Gleiches gilt für die Beurteilung und Kontrolle der laufenden Geldpolitik. Die Erfahrungen mit der Überexpansion der Zentralbankgeldmenge in den Jahren 1986/87

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

haben gezeigt, wie schwierig es ist, ein Überschießen der Geldmengenexpansion zu würdigen. Handelt es sich nur um temporäre Instabilitäten in der Geldnachfrage oder aber bereits um eine inflatorische Liquiditätsausweitung? In diesen Fragen dürfte ein gemeinschaftliches Koordinationsverfahren sehr rasch an seine Grenzen stoßen. Ein Vertrag über eine direkte geldpolitische Koordination müßte außerdem vorsehen, welche Sanktionen ergriffen werden könnten, wenn sich ein einzelnes Land nicht an den ihm vorgegebenen Zielwert hält.

Beim *Padoa-Schioppa*-Vorschlag wie auch im Vertragstext über den deutsch-französischen Wirtschafts- und Finanzrat bleiben diese Aspekte völlig unberücksichtigt, was nahelegt, daß die Autoren diesen Punkten keine besondere Bedeutung beigemessen haben. Dies wäre jedoch nur dann zulässig, wenn man davon ausgehen könnte, daß es in den hier angesprochenen Fragen stets zu einer einvernehmlichen Einigung zwischen den Teilnehmerländern kommen wird. Sobald man jedoch opportunistisches Verhalten und daraus resultierende Konflikte zwischen den Vertragspartnern unterstellt, muß man sich mit der Frage der Entscheidungsprozesse innerhalb solcher Institutionen und ihrer Kompetenzen gegenüber den nationalen Instanzen intensiv auseinandersetzen.

Ist bei diesen Initiativen nur an unverbindliche Formen der direkten Koordination gedacht, dann würde die geldpolitische Koordination in Europa weiterhin indirekt über die EWS-Mechanismen erfolgen. Die damit verbundenen Asymmetrien würden also nicht nennenswert verändert werden.

Sollen diese Institutionen jedoch zu Weisungen gegenüber den nationalen geldpolitischen Instanzen befugt sein, dann hat man sie mit jenen Kriterien zu messen, die man auch an eine wirkliche Europäische Zentralbank anlegen würde. Dazu zählen primär die Unabhängigkeit gegenüber den nationalen Regierungen und die Vorgabe eines klaren Stabilitätsauftrags.

Diesem Anspruch können weder der Währungsausschuß noch der Gouverneursausschuß, die nach dem *Padoa-Schioppa*-Vorschlag beide zusammen annäherungsweise die Funktion einer Europäischen Zentralbank wahrnehmen würden, gerecht werden:

- Im Währungsausschuß sind von jedem Land zwei Mitglieder vertreten, im allgemeinen der Finanzminister (oder ein Vertreter) und die „number two" der Notenbank (*Kees,* 1987). Würde der Währungsausschuß die geldpolitischen Zielgrößen in Europa festlegen, dann würde den Finanzministern ein erhebliches Mitspracherecht in der Geldpolitik zugestanden werden. Dieses wird dadurch verstärkt, daß es sich mit Ausnahme des

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bundesbankvertreters bei den übrigen Notenbankmitgliedern um weisungsgebundene Vertreter der nationalen Regierungen handelt.

- Weder der Währungsausschuß noch der Gouverneursausschuß verfügen über eine Verfassung, in der diese Institutionen einen klaren Stabilitätsauftrag erhalten. Nach Auffassung der Autoren des Padoa-Schioppa-Reports soll die geldpolitische Koordination in Europa ohnehin weder von einem Preis- oder Geldmengen-Standard, sondern vielmehr von einem nominalen BSP-Ziel geleitet werden.

Nimmt man beides zusammen, dann muß man zumindest mit dem Risiko rechnen, daß es bei einem solchen Koordinationsprozeß zu einer deutlich höheren Inflationsrate in Europa kommt als beim bisherigen Regime mit einer indirekten realen Verankerung durch die Politik der Bundesbank.

Dies gilt mutatis mutandis auch für den neuen deutsch-französischen Finanz- und Wirtschaftsrat, bei dem noch weitgehend offen ist, wie die Koordination der deutsch-französischen Geldpolitik dann tatsächlich erfolgen wird. Auch hier werden zusätzliche Formen der politischen Einflußnahme auf die (deutsche) Geldpolitik geschaffen, wobei das zuständige Gremium ebenfalls keinem dem § 3 des Bundesbankgesetzes vergleichbaren Stabilitätsauftrag unterliegt.

## V. Ausblick auf die Europäische Zentralbank

Somit zeigen beide Konzeptionen ganz deutlich, daß es der Geldwertstabilität in Europa nicht dienlich sein kann, institutionelle Zwischenlösungen zwischen dem Status quo und einer europäischen Zentralbank mit einer auf Stabilität ausgerichteten institutionellen Verfassung anzustreben. Wenn es sich bei den gemeinschaftlichen Koordinationsverfahren nicht nur um einen völlig unverbindlichen Austausch von Informationen und Absichtserklärungen handeln soll, der über den Status quo der Koordination nicht nennenswert hinausführte, sondern vielmehr um Institutionen, die über entsprechende Kompetenzen gegenüber den nationalen Instanzen verfügen, dann bedürfen diese auch einer entsprechend sorgfältigen Erörterung ihres institutionellen Status wie auch ihrer Kompetenzen.

Aus der organisationstheoretischen Sicht der NIE lassen sich diese beiden Alternativen wie folgt formulieren:

"The upshot is that whereas market organization is associated with higher powered incentives and lesser controls, internal organization joins lower powered incentives with greater controls. The assignment of transactions to one mode ore another necessarily must make allowance for these respective incentive-and-control-syndromes." (*Williamson,* 1987, S. 13).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Während die geldpolitische Koordination im EWS über die Bewertung der Währungen durch den Devisenmarkt erfolgt und somit nur geringer Kontrollen bedarf, ist die Zuordnung der Koordination an die alternativen Formen einer internen Organisation somit nur bei der Schaffung angemessener Kontrollmechanismen sinnvoll. Aus diesem Befund ergibt sich eine klare Perspektive für den weiteren institutionellen Fortgang des europäischen Integrationsprozesses: Wenn der Weg vom Status quo zu einer direkten Koordination der Geldpolitiken nicht mit untragbaren Risiken für den Geldwert verbunden sein soll, dann muß auf das EWS als nächste Stufe eine Europäische Zentralbank folgen, deren Verfassung einen ähnlichen Autonomiestatus und einen vergleichbaren Stabilitätsauftrag wie das Bundesbankgesetz aufweist. Dies heißt jedoch nicht, daß dieser Schritt bereits unmittelbar bevorstehen könnte.

Wie groß die Hindernisse sind, zeigt schon der Status quo der währungspolitischen Integration, die in wichtigen Bereichen seit Jahren stagniert. So kann sich Großbritannien – wie auch die drei neuen EG-Mitgliedsländer – nach wie vor nicht dazu bereitfinden, überhaupt an den EWS-Wechselkursregelungen teilzunehmen, Italien braucht noch immer eine weite Bandbreite, Belgien den gespaltenen Devisenmarkt, und schon heute wird auf europäischer Ebene intensiv an neuen Schutzklauseln gearbeitet, mit denen die nationalen Teilmärkte des sogenannten Binnenmarktes auch nach 1992 voneinander abgeschottet werden können. Dies alles läßt erkennen, welche große Bedeutung nicht nur die Bundesbank, sondern auch die anderen Mitgliedsstaaten Spielräumen für national-staatliches geldpolitisches Handeln beimessen.

## Literatur

*Albert,* Hans (1978): Traktat über rationale Praxis, Tübingen. – *Balladur,* Edouard (1987): Les enjeux du grand marché intérieur européen, Les Notes Bleues, No. 339, 18 juin 1987. – *Balladur,* Edouard (1988): Il faunt aller vers une monnaie commune en Europe, Interview, Le Figaro vom 14. Januar 1988. – *Begg,* David und *Wyplosz,* Charles (1987): Why the EMS?, Dynamic Games and Equilibrium Policy Regime, draft. – *Bekx,* Peter und *Tullio,* Guiseppe (1987): The European Monetary System, and the Determination of the DM-Dollar Exchange Rate, unveröffentlichtes Manuskript. – *Blinder,* Alan S. (1987): The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience, Weltwirtschaftliches Archiv, 123. Jg., S. 399 - 414. – *Bofinger,* Peter (1987): New Rules for the European Monetary System? Geld und Währung – Working Papers des Instituts für Geld und Währung an der Universität Frankfurt, Nr. 5. – *Coase,* Ronald H. (1984): The New Institutional Economics, Journal of Theoretical and Institutional Economics, 140. Jg., S. 229 - 231. – *Deutsche Bundesbank* (1987): Die Deutsche Bundesbank, Sonderdruck Nr. 7, 4. Auflage. – *Dornbusch,* Rudiger (1973): Devaluation, Money and Nontraded Goods, American Economic Review, 63 Jg.,

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

S. 871 - 881. – *Eggerstedt,* Harald und *Sinn,* Stefan (1987): The EMS 1979 - 1986: The Economics of Muddling Through, Geld und Währung / Monetary Affairs, 3. Jg., S. 5 - 23. – *Eizenga,* Wietze (1987): European Economic Integration and a System of European Central Banks, unveröffentlichtes Manuskript. – *Fröhlich,* Hans-Peter (1987): Zahlungsbilanzsalden als Umverteilung monetärer Bestände, Köln. – *Furobotn,* Eirik und *Richter,* Rudolf (1984): Editorial Preface, The New Institutional Economics, Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol. 140, S. 1 - 6. – *Giavazzi,* Francesco and *Giovannini,* Alberto (1987): Models of the EMS: Is Europe a Greater Deutsche-Mark Area? unveröffentlichtes Manuskript. – *Goldberg,* Victor (1976): Regulation and Administered Contracts, The Bell Journal of Economics, S. 426 - 448. – *Goldberg,* Victor (1980): Relational Exchange, American Behavioral Scientist, Vol. 23, S. 337 - 352. – *Gros,* Daniel (1987): The EMS and the Determination of the European Price Level, unveröffentlichtes Manuskript. – *Holtham,* Gerald, *Keating,* Giles and *Spencer,* Peter (1987): Advance or Face Retreat, CSFB Economics, September 1987. – *Horne,* Joycelyn und *Masson,* Paul R. (1987): Scope and Limits of International Economic Cooperation and Policy Coordination, IMF Working Paper, 87/24. – *International Monetary Fund* (1987): Strengthening the International Monetary System, Occasional Paper No. 50. – *Jurgenson*-Report (1984) abgedruckt in: Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, Schriften des Vereins für Socialpolitik N.F. Bd. 139, Hrsg. *W. Ehrlicher* und *R. Richter,* Berlin S. 83 - 113. – *Kees,* Andreas (1987): The Monetary Committee of the European Community, Kredit und Kapital, 20. Jg., S. 258 - 271. – *Kloten,* Norbert (1987): Paradigmawechsel in der Geldpolitik?, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 67, September, 18, 1987. – *MacNeil,* Ian R. (1974): The Many Futures of Contracts, Southern California Law Review, Vol. 47, S. 691 - 816. – *Melitz,* Jacques (1985): The Welfare Case for the European Monetary System, Journal of International Money and Finance, Vol. 4, S. 485 - 506. – *Melitz,* Jacques (1987): Monetary Discipline, Germany and the European Monetary System, IMF Working Paper, 87/6. – *Mastropasqua,* C., *Micossi,* S. und *Rinaldi,* R. (1987): Interventions, Sterilization and Monetary Policy in EMS Countries 1979 - 1987, unveröffentlichtes Manuskript. – *Micossi,* Stefano (1985): The Intervention and Financing Mechanisms of the EMS and the Role of the ECU, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Nr. 155, S. 377 - 345. – *Padoa-Schioppa*-Report (1987): Efficiency, Stability and Equity, A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community, Report of a Study Group Appointed by the European Communities and Presided by T. Padoa-Schioppa, April 1987. – *Richter,* Rudolf (1987a): Geldtheorie, Berlin et al. – *Richter,* Rudolf (1987b): The New Institutional Economics Applied to Monetary Economics, Center for the Study of New Institutional Economics, Working Paper Series, Saarbrücken, August 1987. – *Sachverständigenrat* (1974): Jahresgutachten 1974/75, Stuttgart und Mainz. – *Sohmen,* Egon (1973): Wechselkurs und Währungsordnung, Tübingen. – *Stützel,* Wolfgang (1973): Währung in weltoffener Wirtschaft, Frankfurt. – *Swoboda,* Alexander K. (1986): Glaubwürdigkeit und Funktionsfähigkeit internationaler Währungsvereinbarungen, Finanzierung und Entwicklung, September 1986, S. 15 - 18. – *Vaubel,* Roland (1987): Currency Unification, Currency Competition, and the Private ECU: Second Thoughts, Paper prepared for the Workshop in the International Monetary System, the European Monetary System, the ECU and Plans for World Monetary Reform, European University Institute, Florence, April 2 - 3, 1987. – *v. Whitman,* Marina N. (1985): Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments, Brookings Papers on Economic Activity, 3:1975, S. 491 - 536. – *Williamson,* Oliver E. (1983): Credible Commitments:

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Using Hostages to Support Exchange, American Economic Review, Vol. 73, S. 519 - 540. – *Williamson,* Oliver E. (1986): Economic Organization, Firms, Markets and Policy Control, Brighton. – *Williamson,* Oliver E. (1987): Corporate Finance and Corporate Governance, Economic Analysis and Policy, Working Paper No. EAP-26.

## Zusammenfassung

**Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa**

Die Studie untersucht den Prozeß der monetären Koordination in Europa bei unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen

- dem EWS mit den derzeitigen Regeln
- einem modifizierten EWS mit einer verminderten Asymmetrie zugunsten des Landes mit starker Währung
- einem EWS mit einer direkten geldpolitischen Koordination durch Gemeinschaftsinstitutionen.

Unter dem Kriterium einer effizienten realen Verankerung erweisen sich die beiden letzteren Varianten dem Status quo unterlegen. Eine wirklich symmetrische Koordination der europäischen Geldpolitik ist somit nicht möglich ohne die Schaffung einer autonomen Zentralbank mit einem klaren Stabilitätsauftrag.

## Summary

**The European Monetary System and Monetary Policy Coordination in Europe**

This study examines the process of monetary coordination in Europe under differential institutional framework conditions, i.e.

- the present EMS
- a modified EMS with reduced asymmetry in favour of strongcurrency countries
- an EMS with direct monetary policy coordination by Community institutions.

From the point of view of a really efficient system foundation the two latter variants turn out to be inferior to the present EMS. Truly symmetrical coordination of European monetary policies is thus impossible without the establishment of an autonomous central bank with an unambiguous commitment to stability.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

## Résumé

### Le système monétaire européen et la coordination politique monétaire en Europe

L'étude analyse le processus de la coordination monétaire en Europe sous différentes conditions-cadre institutionnelles, à savoir

- du SME, avec ses règlements actuels
- d'un SME modifié, avec une moins grande asymétrie en faveur du pays à monnaie forte
- d'un SME avec une coordination politique monétaire directe par des institutions communautaires.

Les deux dernières variantes sont soumises au statu quo sous le critère d'une base efficace réelle. Une coordination vraiment symétrique de la politique monétaire européenne n'est donc possible que si l'on crée une banque centrale autonome chargée de veiller à la stabilité.


DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.317 | Generated on 2025-07-26 11:13:37
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/