

Hans-Jürgen Krupp, Karen Cabos

Die Aufgaben der Geldpolitik in der Interimsphase bis zum Beginn der EWU

Seit dem ersten Maiwochenende stehen die Teilnehmerländer für den Beginn der Währungsunion fest: Beteiligt sind die elf Länder, die die Europäische Kommission empfohlen hatte. Werden ihre Wechselkurse in der Interimsphase bis zum Start am 1. 1. 1999 stabil bleiben? Welches gemeinsame Zinsniveau ist für das Währungsgebiet anzustreben?

Mit dem Übergang zur Währungsunion werden sich einschneidende Veränderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen in Europa ergeben: die Wechselkurse zwischen den Teilnehmerstaaten der Währungsunion entfallen, die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wird zu einem weitgehend einheitlichen kurzfristigen Zinsniveau am Geldmarkt führen, und schließlich werden für die Teilnehmerstaaten einheitliche Wechselkurse gegenüber Drittländern herrschen.

Der Übergang zu einer gemeinsamen Währung setzt zunächst die Festlegung der Umstellungskurse voraus. Auch hier hat der Europäische Rat inzwischen Fakten geschaffen: Bei der Umstellung werden die bilateralen Leitkurse der Teilnehmerländer im EWS zugrunde gelegt. Nach dem Vertrag von Maastricht muß zum Zeitpunkt der Umstellung der Wert des Euro exakt demjenigen der bisherigen europäischen Recheninheit ECU entsprechen. Deswegen bleiben bis zum 31. 12. 1998 die Umtauschkurse der nationalen Währungen in den Euro offen, denn der Währungskorb des ECU enthält mit der griechischen Drachme, der dänischen Krone und dem britischen Pfund drei Währungen, die seinen Wechselkurs beeinflussen, die aber nicht an der Währungsunion beteiligt sind und deren Wechselkurse daher jetzt nicht festgelegt werden können (Schaubild 1). Größenordnungsmäßig ist dieser Effekt nicht zu vernachlässigen, der Anteil des britischen Pfundes am ECU beträgt immerhin 13,4%¹.

Prof. Dr. Hans-Jürgen Krupp, 65, ist Präsident der Landeszentralbank in der Freien und Hansestadt Hamburg, in Mecklenburg-Vorpommern und Schleswig-Holstein; Dr. Karen Cabos, 34, ist Mitarbeiterin der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Landeszentralbank.

Um den für Deutschland besonders angenehmen Umrechnungskurs der D-Mark in den Euro von 1 Euro zu 2 DM zu erhalten, müßte das britische Pfund allerdings auf einen Kurs zur D-Mark im Bereich von etwa 3,27 bis 3,30 DM/Pfund aufgewertet werden. Das ist nicht sehr wahrscheinlich, nicht einmal für einen Tag.

Vor uns liegt ein Zeitraum, in dem die dritte Phase der Währungsunion noch nicht begonnen hat, in dem aber wichtige Rahmenbedingungen derselben bekannt sind, so daß die Marktteilnehmer wissen, was sie am 1. 1. 1999 zu erwarten haben. Dieser Zeitraum wird häufig als Interimsphase bezeichnet, in ihr ergeben sich besondere Anforderungen für die Geldpolitik. Im Mittelpunkt des Interesses stehen dabei die Entwicklungen von Wechselkursen und Zinsen.

Wechselkursentwicklung in der Interimsphase

Bei den Wechselkursen ergibt sich für die Märkte eine ganz neue Situation. In der Interimsphase sind die bilateralen Kurse der Teilnehmerwährungen nicht festgelegt, allerdings ist ihr Wert, d.h. der Terminkurs zum 1. 1. 1999, bekannt. Damit stellt sich die Frage, wie wahrscheinlich das Auftreten von starken Wechselkursschwankungen bzw. Währungsspekulationen bis zum Start der Währungsunion ist. In diesem Zusammenhang sind in der letzten Zeit vor allem zwei Themen diskutiert worden: Zum einen die Rolle der Währungen Griechenlands, Dänemarks und insbesondere Großbritanniens. Zum anderen die Frage, ob die frühzeitige Festlegung der Stichtagskurse automatisch zu einer Stabilisierung der Wechselkurse in der Interimsphase führen wird. Damit eng verbunden

¹ Demgegenüber ist der Anteil der griechischen Drachme mit 0,4% und der dänischen Krone mit 2,6% eher gering.

ist auch die Frage, ob die Zentralbanken gegebenenfalls intervenieren sollten, um allzu starke Abweichungen der Wechselkurse von den vorgegebenen Paritäten zu verhindern.

Der für die Umstellung maßgebliche Außenwert des ECU wird vom britischen Pfund, der griechischen Drachme und der dänischen Krone mitbestimmt. Größenordnungsmäßig bedeutsam ist dabei nur das britische Pfund. Eine Aufwertung des Pfundes um 1% würde zu einer entsprechenden Abwertung der Währungen der Teilnehmerländer von 0,13% gegenüber dem ECU führen: ein eher begrenzter Effekt. Außerdem beträfe er alle Teilnehmerländer gleichmäßig, so daß sich daraus keine Veränderung ihrer Positionen untereinander ergeben würde. Kursschwankungen der im ECU enthaltenen, aber nicht am Euro beteiligten Währungen beeinflussen lediglich den – flexiblen – Wechselkurs des Euro gegenüber Drittwährungen. Sie können also allenfalls dazu führen, daß der anfängliche Außenwert des Euro die Wettbewerbsverhältnisse gegenüber Drittländern verzerrt. Ein entsprechendes Urteil der Märkte könnte diese aber auch nach der Einführung des Euro jederzeit korrigieren.

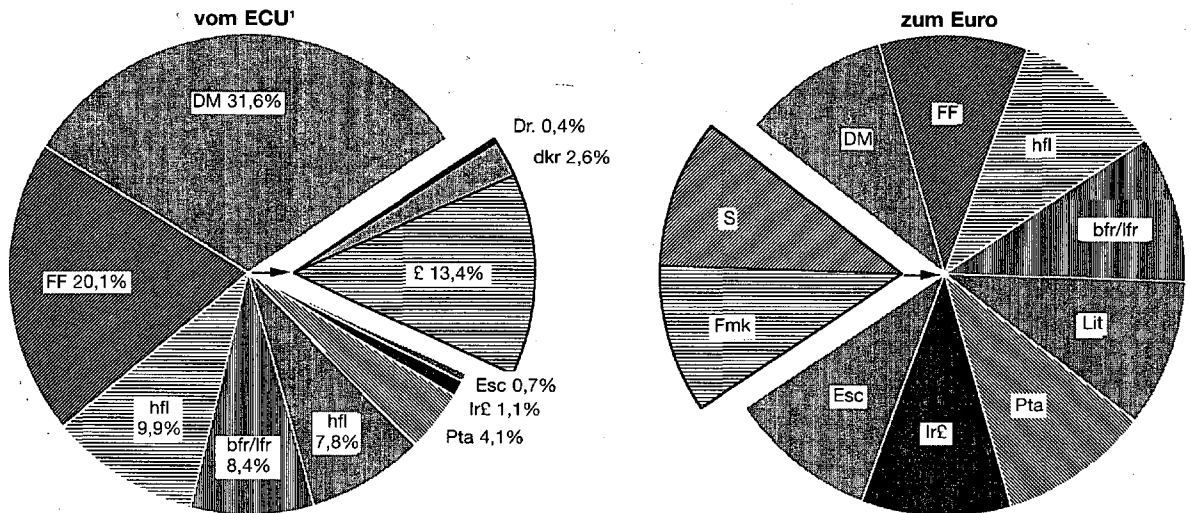
Aus der Tatsache, daß die Wechselkurse von britischem Pfund, dänischer Krone und griechischer Drachme keinen Einfluß auf die Wettbewerbsverhältnisse zwischen den Teilnehmerländern haben, folgt, daß von daher wenig Interesse an einer Beeinflussung bestehen dürfte. Für die Teilnehmerländer existiert aus diesem Motiv auch kein Anlaß zur Intervention.

Stabilisierung der Wechselkurse?

Die Frage, ob aus der Fixierung der bilateralen Wechselkurse zwischen den Teilnehmerländern zum Stichtag auch eine Stabilisierung der Wechselkurse in der Interimsphase folgt, ist schwieriger zu beantworten. Sie hängt ganz entscheidend davon ab, ob die angekündigte Kursfixierung zum Beginn der Währungsunion überhaupt glaubwürdig ist. Dafür spricht zunächst die bisherige Erfahrung mit den Leitkursen. Außerdem könnten im Extremfall die Notenbanken der Partnerländer die unter Druck geratende Währung eines oder mehrerer Teilnehmer am Schluß des letzten Handelstages „aufkaufen“, um die angekündigten bilateralen Konversionsraten herbeizuführen.

Die normalerweise solche Umtauschaktionen begrenzende Tatsache, daß damit eigene Währung geschaffen wird, wovon in der Zukunft Inflationsgefahren ausgehen könnten, gilt in diesem Falle nicht. Ein Umtausch einer Teilnehmerwährung in eine andere verändert nicht die europäische Geldmenge, monetär gesehen bleibt also eine solche Aktion ohne Effekt. Soweit die Inflationsentwicklung in der Währungsunion durch die aggregierte europäische Geldmenge bestimmt wird, kommt es nicht darauf an, wie sich diese am Tag vor der Umstellung zusammensetzt. Da Umtauschaktionen zwischen den alten nationalen Währungen also geldpolitisch unbedenklich sind, würden Spekulationen gegen die bilateralen Stichtagskurse ins Leere laufen.

Schaubild 1
Die neue Währungseinheit für Europa



¹ Korbanteile in %. Abweichung in der Summe durch Rundung der Einzelangaben.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Devisenkursstatistik; eigene Darstellung.

Das bedeutet übrigens nicht, daß die Wechselkurse der Teilnehmerländer in der Interimsphase absolut stabil sein müssen. Es ist zu erwarten, daß die Wechselkurse sich in der Interimsphase langsam in Richtung auf die bilateralen Konversionsraten zubewegen werden. Mit zunehmender Nähe zum 31.12. wird es immer weniger wahrscheinlich, daß Marktteilnehmer bereit sind, eine Teilnehmerwährung zu einem höheren Preis als dem Stichtagspreis zu kaufen, weil letzterer von den Notenbanken ja garantiert wird. Genauso wenig ist es wahrscheinlich, daß jemand eine Teilnehmerwährung zu einem niedrigeren Preis als dem Stichtagspreis verkaufen wird, da er den letzteren in jedem Fall erzielen kann.

Etwas allgemeiner gesagt: Es lohnt sich in der Interimsphase nur, einen höheren Kurs als den Leitkurs für eine Währung zu zahlen, wenn entweder vorübergehend eine weitere Entfernung dieses Kurses vom Leitkurs erwartet wird – was alles in allem eher unwahrscheinlich sein dürfte – oder aber eine Zinsdifferenz zwischen den betreffenden Ländern diesen Ankauf lohnend macht. Im Zentrum der Entscheidung steht also die gedeckte Zinsparität: Ein Ankauf einer Währung zu einem höheren als dem Leitkurs ist dann lohnend, wenn der Zinsertrag einer Anlage in dieser Währung größer ist als der mit Sicherheit zu erwartende Verlust aus der Abwertung.

Dieser Zinsertrag hängt davon ab, wie lange das Geld zu dem höheren Zins angelegt werden kann, und wird daher mit dem Näherrücken der Euro-Einführung immer kleiner. Demnach muß auch der „Aufpreis“ der höher verzinsten Währung gegenüber dem Stichtagskurs im Laufe der Zeit abnehmen. Auch bei unveränderten Zinsdifferenzen in der Interimsphase ergibt sich also eine Konvergenz der Wechselkurse in Richtung auf die angekündigten Paritäten. Anders formuliert: Theoretisch würde es sogar dann zu dieser Konvergenz der bilateralen Wechselkurse kommen, wenn die Notenbanken nichts unternähmen und die von ihnen kontrollierten kurzfristigen Zinsen bis zum 31.12. auf unterschiedlichen Niveaus beließen.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, daß die Notenbanken keine Interventionsverpflichtung für die Interimsphase eingegangen sind, um die Wechselkurse innerhalb möglicher Bandbreiten zu stabilisieren. Stärkere Ausschläge der Wechselkurse sind rational nicht begründbar und damit für relevante Zeitabschnitte auch nicht zu befürchten.

In der Interimsphase sind die nationalen Notenbanken nach wie vor für die Geldpolitik verantwortlich. Dies betrifft insbesondere ihre Zinspolitik. Allerdings

muß ein möglichst reibungsloser Übergang zur einheitlichen Zinspolitik der Europäischen Zentralbank vorbereitet werden. Die bisherigen Leitlinien der nationalen Geldpolitik können in der Interimsphase bestenfalls eingeschränkt angewendet werden.

Zinssenkungspolitik sinnvoll?

Länder, die bisher eine wechselkursorientierte Geldpolitik betrieben haben, müssen und können diese nicht fortsetzen. Die bilateralen Wechselkurse zum 1.1.1999 liegen unabhängig von der betriebenen Zinspolitik fest und werden durch diese nicht mehr beeinflußt. Die Geldpolitik muß hierauf also keine Rücksicht nehmen. Auf den ersten Blick könnten sich daraus für die Notenbanken Anreize ergeben, in der Interimsphase eine Zinssenkungspolitik zu betreiben: Zum einen würden sie damit eine vorübergehende Abwertung ihrer Währung und damit expansive Effekte im Inland erzielen, zum anderen – möglicherweise wichtiger noch – das allgemeine Zinsniveau beim Start der Währungsunion senken. Ob eine solche Politik verantwortbar ist, kann nicht mehr wie bisher an der Wechselkursentwicklung beurteilt werden. Statt dessen muß die wirtschaftliche Lage des betroffenen Landes und des zukünftigen Gebiets der Währungsunion in die Überlegungen einbezogen werden.

Bezogen auf das einzelne Land ist das Ergebnis klar: Sonderlich sinnvoll ist eine solche Politik angesichts der bekannten Verzögerungen bei der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen nicht. Die Interimsphase dauert nur acht Monate. Dazu kommt, daß der Effekt zeitlich begrenzter Abwertungen gering ist. Neue Aufträge aufgrund einer Abwertung sind unwahrscheinlich, wenn zum Zeitpunkt der Auftragsrealisierung die Abwertungsphase schon wieder beendet ist. Es ist deswegen auch ein Irrtum zu glauben, man habe nun dank der Fixierung der bilateralen Kurse noch einmal – sozusagen kurz vor Toresschluß – die volle geldpolitische Autonomie wiedergewonnen. In Wirklichkeit arbeiten die nationalen Zentralbanken in der Interimsphase schon an der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank mit.

Grundsätzlich gilt das auch für die Bundesbank, wenn auch in modifizierter Form. Als Ankerwährungszentralbank konnte sie Kurzfristzinsen für das gesamte Währungssystem vorgeben. Länder, die sich am Wechselkurs zur D-Mark orientierten, mußten ihr mehr oder weniger folgen. Dies ist nun nicht mehr der Fall. Das kurzfristige Zinsniveau in Deutschland hat für das neue Währungsgebiet nun nur noch anteilige Bedeutung.

Angemessenes Zinsniveau

Vor diesem Hintergrund sind alle an der Währungsunion beteiligten Zentralbanken gut beraten, wenn sie im Rahmen einer koordinierten Zinspolitik ein Zinsniveau anzustreben versuchen, das der Situation im gesamten Währungsgebiet entspricht. Das gilt auch für die Deutsche Bundesbank. Die Frage, wie dieses auszusehen habe, ist aber bisher weitgehend ungeklärt und daher zur Zeit nicht prognostizierbar. Im folgenden sollen daher nur einige Gesichtspunkte diskutiert werden, die bei der weiteren Zinsbestimmung durch die Zentralbanken der Währungsunion eine Rolle spielen könnten.

Ganz generell kann man davon ausgehen, daß Notenbanken versuchen, die Zunahme der Geldmenge zu verstopfen. Um dies zu erreichen, müssen die Zinsen im Konjunkturverlauf schwanken: Im Aufschwung müssen sie tendenziell steigen, im Abschwung sinken. Um den gewünschten Effekt auf die Geldmenge zu erreichen, muß die Notenbank die Situation auf den Märkten berücksichtigen. Bei der Festlegung des kurzfristigen Zinsniveaus hat sie zumindest die konjunkturelle Situation, die erwartete Inflationsrate und die Risikoaversion der Wirtschaftssubjekte und der Zentralbanken zu berücksichtigen.

Vereinfachend kann man sich auch vorstellen, daß der kurzfristige Zinssatz der Notenbank aus drei Komponenten – einer Konjunktur-, Inflations- und Risikokomponente – besteht, die diesen Gesichtspunkten zugeordnet werden können, aber nicht separat beobachtbar sind. Bei den Inflationserwartungen geht man in der Regel davon aus, daß diese adaptiv gebildet werden, also von der Inflationsentwicklung in der Vergangenheit abhängen. Außerdem können sie eine Risikoprämie enthalten, wenn die Inflationsraten in der Vergangenheit stark geschwankt haben.

Üblicherweise geht man nun davon aus, daß in den Ländern eines einheitlichen Währungsgebietes in bezug auf diese Komponenten keine wesentlichen Unterschiede bestehen: Für die Inflationserwartungen ergibt sich dies automatisch durch den Übergang zu einer gemeinsamen Währung. Und auch die Angleichung der Konjunkturzyklen in Europa wird durch die einheitliche Währung und die induzierte Intensivierung der Handelsbeziehungen weiter fortschreiten.

In der Interimsphase gelten diese Voraussetzungen jedoch noch nicht. Adaptive Erwartungsbildung im Bereich der Inflationsraten bedeutet, daß sich die Erwartungen nur langsam der aktuellen Entwicklung anpassen. In einigen Ländern konnten die Inflationsraten erst in der jüngeren Vergangenheit auf niedrige Niveaus zurückgeführt werden. Dort liegen demnach die erwar-

teten Inflationsraten über den herrschenden. Insofern ist zu vermuten, daß in solchen Ländern bei sonst vergleichbarer konjunktureller Situation der Kurzfristzins über dem von Ländern liegt, bei denen erwartete und tatsächliche Inflationsrate übereinstimmen.

Man kann dies am Beispiel Italiens verdeutlichen. Hier herrscht seit einiger Zeit eine inverse Zinsstruktur; die langfristigen Zinsen liegen unterhalb der kurzfristigen; es wird also ein Rückgang des kurzfristigen Zinsniveaus erwartet. Eine konjunkturelle Erklärung dieses Phänomens – eine inverse Zinsstruktur kann eine Begleiterscheinung eines ausklingenden Booms sein – scheidet im Fall Italiens aus: Italien befindet sich seit 1992 in einer Rezession, die – wenn man das italienische Konjunkturmuster der Vergangenheit zugrunde legt – eher ihrem Ende entgegengeht. Andererseits ist die Inflationsrate in Italien seit dem Beginn der neunziger Jahre um gut vier Prozentpunkte gesunken (1990: 6,4%; 1997: 2%).

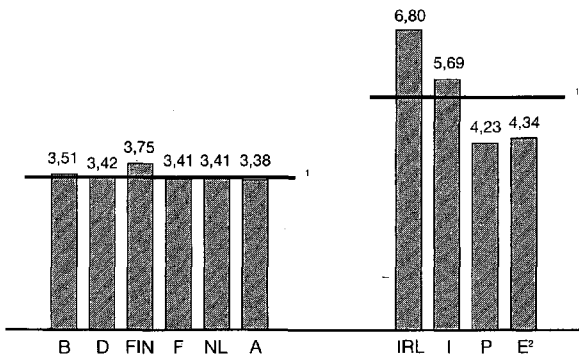
Ähnliches gilt für den Risikoaufschlag. In Ländern, die noch bis in die neunziger Jahre von hohen Inflationsraten gekennzeichnet waren, dürfte der in den nominalen Zinsniveaus enthaltene Risikoaufschlag höher sein als in den Ländern mit längerer Stabilitätstradition: Zum einen verbindet sich mit höheren Inflationsniveaus generell auch eine höhere Volatilität (Varianz) der Inflationsraten, zum anderen war zumindest in einigen dieser Staaten (wie Italien) lange unklar, ob sie sich überhaupt für die Teilnahme an der Währungsunion qualifizieren können. Damit bestand die Gefahr, daß im Falle einer Nichtteilnahme durch Abwertungen neue inflationäre Impulse ausgelöst werden.

Konjunkturelle Entwicklungen

Eine solche Betrachtung erklärt vermutlich einen beträchtlichen Anteil der beobachteten Zinsunterschiede Kerneuropas gegenüber den übrigen Teilnehmerstaaten (Schaubild 2). Es handelt sich dabei um „nominale“ Phänomene, die mit der konjunkturellen Situation nicht im Zusammenhang stehen.

Für einige Staaten, vor allem Italien und Portugal, reichen diese Erklärungen möglicherweise aus, um die noch bestehenden Unterschiede in den kurzfristigen Zinsniveaus vollständig zu erklären. Es bestünde dann bereits eine Übereinstimmung der Konjunkturkomponente mit der in Kerneuropa, man müßte sich also nur nach den geeigneten Inflations- und Risikokomponenten im Europa der Währungsunion fragen. Dabei spricht einiges dafür, daß die Zinsen in den seit langem als sicher geltenden Teilnehmerländern diese am besten widerspiegeln. Denn sicherlich können die

Schaubild 2
Tagesgeldsätze der Euro-Länder
 (Stand vom 2. Juni 1998)



¹ Linien markierten die gewichteten Durchschnitte (nationale BIP-Anteile als Gewichte).

² Wert vom 1. Juni 1998.

Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

aus Erfahrungswerten gebildeten Inflationserwartungen in Südeuropa nicht auf die Europäische Währungsunion übertragen werden.

Möglich ist aber, daß ein Teil der Zinsunterschiede auch durch Divergenzen in der konjunkturellen Entwicklung zustande kommt. Dies ist vor allem dann zu vermuten, wenn sich die zyklische Position der wirtschaftlichen Entwicklung einzelner Staaten stark voneinander unterscheidet. Es ist daher notwendig, einen kurzen Blick auf die konjunkturelle Situation der Länder der Währungsunion zu werfen, z.B. anhand der Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes. Interessanterweise befinden sich aber nahezu alle Länder der Währungsunion in einer vergleichbaren, eher schwachen wirtschaftlichen Entwicklung (Schaubild 3).

Eine davon abweichende, erfreulichere Entwicklung gibt es nur in drei Ländern: den Niederlanden, Irland und Spanien. Dabei sind die Niederlande ein besonders interessanter Sonderfall. Die Zinsen liegen auf dem Niveau Kerneuropas und waren damit in der jüngeren Vergangenheit unter konjunkturpolitischen Gesichtspunkten eher zu niedrig. Schon vor Beginn der Interimsphase oder dem der Währungsunion waren die geldpolitischen Gegebenheiten in Westeuropa also so, daß eine wechselkursorientierte Geldpolitik eines einzelnen Landes auf seine konjunkturpolitische Situation kaum Rücksicht nehmen konnte. Inzwischen wird allgemein damit gerechnet, daß der Höhepunkt der konjunkturellen Entwicklung in den Niederlanden überschritten ist, so daß das Zinsniveau Kerneuropas nun konjunkturell angemessen wäre.

In Spanien liegt das BIP-Wachstum seit 1995 oberhalb seines langfristigen Trends und steigt kontinuierlich, allerdings ist die Arbeitslosigkeit nach wie vor sehr hoch. Man kann daher bezweifeln, daß das Zinsniveau dort aus konjunkturellen Gründen oberhalb des Niveaus in Kerneuropa liegt oder liegen sollte.

In Irland, dessen Wirtschaft sich im Gegensatz zu der der meisten übrigen Teilnehmerstaaten seit Mitte der neunziger Jahre in einem kräftigen Aufschwung befindet, spricht viel dafür, daß das hohe Zinsniveau auch Ausdruck eines vergleichsweise hohen Auslastungsgrades ist, so daß das kurzfristige Zinsniveau Kerneuropas eher zu niedrig wäre. So etwas ist aber in einer Währungsunion unvermeidbar. Im ungünstigsten Fall kann es in einem solchen Teilgebiet dann zu partiellen Preissteigerungen kommen, die das Wachstum dämpfen, da sie wegen des Wettbewerbs in Europa und des geringen Gewichts der Teilregion nicht im übrigen Europa durchsetzbar sind.

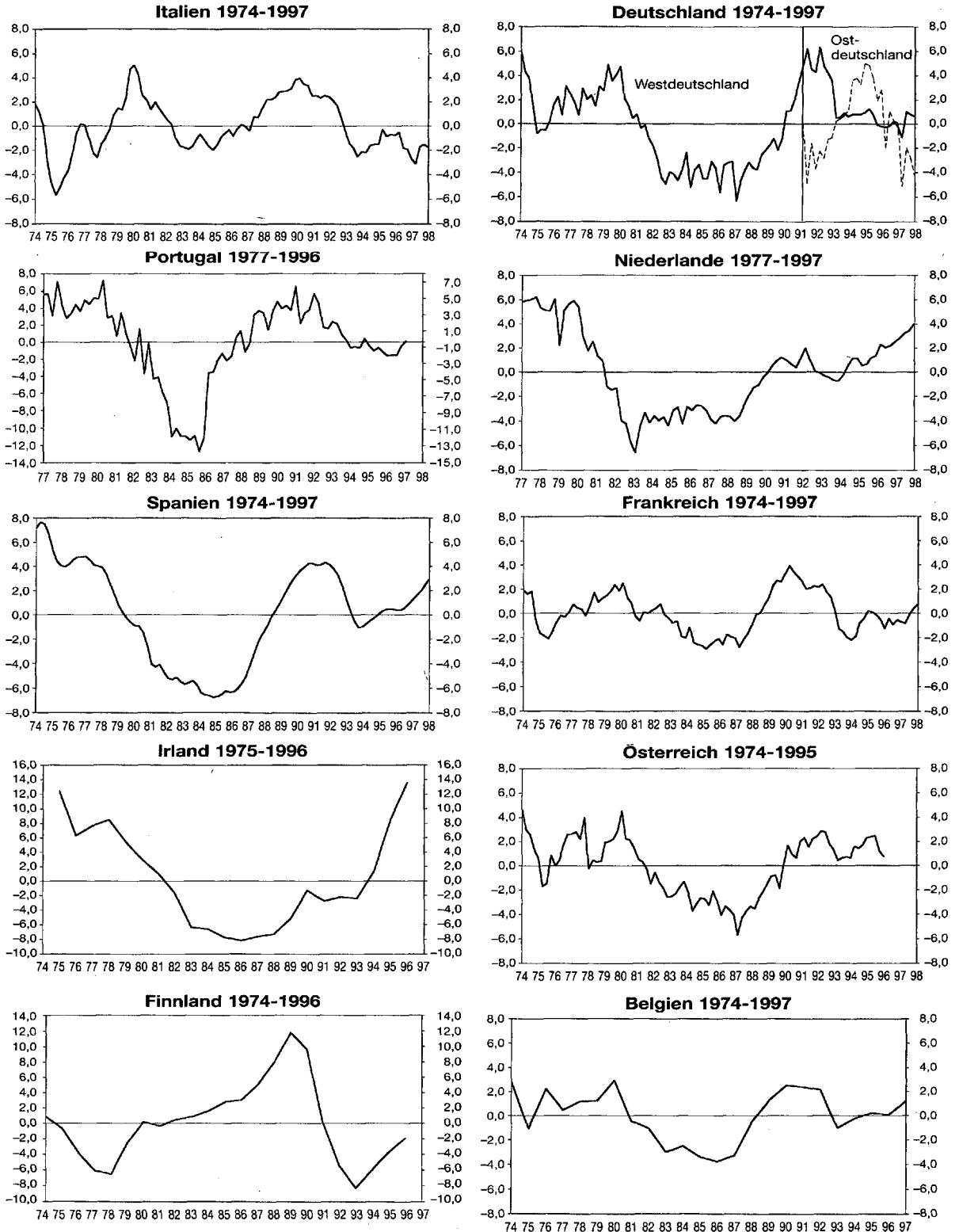
Aus all diesen Überlegungen folgt, daß die gängige Vorstellung, man könne das geeignete gemeinsame Zinsniveau aus dem derzeitigen berechnen, indem man einen – beispielsweise mit BIP-Anteilen – gewichteten Durchschnitt der nationalen Zinssätze bildet, ökonomisch nicht begründbar ist. Geht man davon aus, daß in der Währungsunion die Inflationserwartungen besser durch den Wert Kerneuropas wiedergegeben werden und daß die konjunkturellen Positionen der einzelnen Länder weitgehend übereinstimmen, wäre demnach eine Zinskonvergenz auf dem niedrigen Niveau Kerneuropas ratsam. Ein Zuschlag aufgrund der konjunkturellen Entwicklung in Irland ließe sich ökonomisch begründen, dieser würde aber wegen des geringen Gewichts Irlands so gut wie nichts ändern.

Aufbau von Glaubwürdigkeit

Nun ist allerdings zu berücksichtigen, daß Inflationserwartungen und Risikoeinschätzungen nicht hinreichend genau bestimmbar sind. Es stellt sich also die Frage, ob die verbleibende Unsicherheitsmarge dazu veranlassen sollte, das gemeinsame Zinsniveau eher etwas „zu hoch“ oder etwas „zu tief“ festzusetzen.

Die Praxis der Geldpolitik in Deutschland, die als prioritärem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet ist, hat in der Vergangenheit sicher darin bestanden, sich im Zweifelsfalle eher für ein zu hohes als ein zu niedriges Zinsniveau zu entscheiden. Aus (spiel-)theoretischer Sicht ist dieses Vorgehen auch durchaus begründbar. Die Argumentation läuft in etwa darauf hinaus, daß die Notenbank ihren Stabilitätswillen immer wieder unter Beweis stellen muß, um dem Entstehen

Schaubild 3
Konjunkturverlauf in den Euro-Ländern
 (prozentuale Trendabweichung des realen BIP¹⁾)



¹ In Italien, Portugal, Spanien, Deutschland, den Niederlanden, Frankreich und Österreich basierend auf Vierteljahreswerten und saisonbereinigt; in Irland, Finnland und Belgien basierend auf Jahreswerten.
 Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

inflationärer Erwartungen an den Märkten vorzubeugen. Um dieses Argument mit einem Schlagwort zu belegen, dient diese Demonstration „konservativen Verhaltens“ durch die Zentralbank dem Aufbau von Glaubwürdigkeit.

In der Interimsphase vor dem Start der Währungsunion muß diese Überlegung aber um einen zusätzlichen Aspekt erweitert werden, und zwar deshalb, weil Glaubwürdigkeit nicht (oder allenfalls in sehr geringem Umfang) von den nationalen Notenbanken auf die EZB übertragen werden kann. Mit anderen Worten: Wenn sich die nationalen Notenbanken dem alten Reaktionsmuster entsprechend verhalten und die Zinsen an der Obergrenze des als geeignet erscheinenden Wertebereichs festsetzen, dann mag dies ihrer eigenen Glaubwürdigkeit nützen, der der EZB aber nicht. Ganz im Gegenteil: Für die Europäische Zentralbank würde sich damit die Wahrscheinlichkeit erhöhen, daß sie gleich zu Beginn unter Druck gerät, die Zinsen zu senken.

Dabei spricht vieles dafür, daß der Reputationsaufbau der neuen Zentralbank in der Anfangsphase stark von ihrem zinspolitischen Kurs abhängen wird: Unabhängig davon, ob sich die EZB für ein direktes Inflationsziel oder ein Geldmengenziel – oder eine Kombination aus beidem – entscheidet, kann der Erfolg ihrer Politik kurzfristig nicht an der Zielerreichung gemessen werden: Im Falle eines direkten Inflationsziels beträgt die Wirkungsverzögerung mehrere Jahre. Im Falle eines Geldmengenziels ist sie zwar geringer, angesichts der Volatilität des Geldmengenwachstums wäre die EZB aber schlecht beraten, sich auf mehr als eine mittelfristige Zielvorgabe, also das Einhalten eines über einen längeren Zeitraum berechneten durchschnittlichen Geldmengenwachstums, festzulegen.

In der Beurteilung der Geldpolitik können sich die Märkte daher zunächst nur an konkreten geld-, d.h. zinspolitischen Schritten orientieren. Vor diesem Hintergrund wäre eine frühe Zinssenkung sicherlich kein hilfreiches Signal. Hinzu kommt natürlich, daß der durch strikte Geldpolitik in der Interimsphase erzielte Glaubwürdigkeitserfolg der nationalen Notenbanken langfristig ohne jede Bedeutung sein dürfte.

Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik

Nun muß die Geldpolitik freilich auch das Verhalten der anderen wirtschaftspolitischen Akteure betrachten. Besonders wichtig ist hier das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik. Aufgabe der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wird es sein, unter Wahrung des Ziels der Preisniveaustabilität die allge-

meine Wirtschaftspolitik der Regierungen zu unterstützen. Diese ist in nahezu allen Teilnehmerländern seit längerem gekennzeichnet durch das Bemühen um eine Rückführung der öffentlichen Defizite. Nach Maßgabe des Stabilitäts- und Wachstumspakts wird dieser Zwang zu einer eher restriktiven Finanzpolitik auch nach dem Übergang zu einer gemeinsamen Währung bestehen bleiben.

Ganz allgemein spricht einiges dafür, daß die Konsolidierungsbemühungen der Finanzpolitik in einer ohnehin eher gedämpften konjunkturellen Situation nicht durch einen restriktiven Kurs der Geldpolitik begleitet werden sollten – zumal auch von der Inflationsentwicklung her kein Anlaß dazu besteht. Darüber hinaus ergeben sich die Probleme der Finanzpolitik ganz überwiegend aus der Notwendigkeit, hohe Schuldenstände zurückzuführen. Dies gilt nicht nur für die derzeitigen Hochzinsländer, sondern nicht zuletzt auch für Deutschland. In dem Maße, wie das deutsche Zinsniveau durch die Vereinheitlichung ansteigt, verschärfen sich die Probleme der Finanzpolitik auch in Deutschland. Aus dieser Sicht erscheint es daher ebenfalls plausibel, als Zinsniveau in der Währungsunion einen Satz nahe dem derzeit in Kerneuropa herrschenden anzustreben. Ganz anders wäre dies zu beurteilen, wenn die Finanzpolitik von dem vorgegebenen Stabilitätspfad abweiche.

Diese Überlegungen gehen davon aus, daß in der Interimsphase die konjunkturelle Lage im neuen Währungsgebiet unverändert schwach bleibt. Selbstverständlich ist das nicht. Die Wirtschaftsentwicklung könnte an Fahrt gewinnen. Die Erwartung in eine erfolgreiche Währungsunion könnte das ihre dazu beitragen. Dies würde die nationalen Notenbanken vor die Frage stellen, ob aus konjunkturellen Überlegungen das Zinsniveau nach oben angepaßt werden müßte. Sehr wahrscheinlich ist dieser Fall freilich nicht – bedauerlicherweise.

Die Interimsphase verspricht interessant zu werden. Die Durchführung der Geldpolitik in der Übergangszeit bleibt formal die Aufgabe der unabhängigen nationalen Notenbanken. Im Mittelpunkt muß aber die Frage nach dem geeigneten gemeinsamen Zinsniveau der Teilnehmerstaaten stehen. Eine zentrale Rolle in der Herbeiführung der notwendigen Koordination könnte dabei dem EZB-Rat zukommen, dessen erste Sitzung am 9.6. stattgefunden hat. Damit wäre auch vorstellbar, daß die Einführung der gemeinsamen Geldpolitik de facto schrittweise erfolgt und nicht schlagartig zum 1.1.1999. Auch dies würde einen reibungslosen Übergang zur gemeinsamen Währung in Europa begünstigen.