

Thorsten Polleit

Die Interimsperiode – eine Zeit für Turbulenzen?

Anfang Mai dieses Jahres werden die Länder ausgewählt, die ab dem 1. Januar 1999 an der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion teilnehmen werden, und gleichzeitig die bilateralen Zielparitäten zwischen den beteiligten Währungen verkündet. Die Entscheidung für diese frühzeitige Ankündigung der Zielparitäten wird damit begründet, daß dies den Finanzmarktteilnehmern Sicherheit über die Wertverhältnisse der teilnehmenden Währungen geben soll. Werden hierdurch in der Interimsperiode bis zum 31. Dezember 1998 Turbulenzen auf den Finanzmärkten vermieden?

Auf ihrem informellen Treffen in Mondorf-Les-Bains Ende September 1997 haben der Rat der europäischen Wirtschafts- und Finanzminister (Ecofinrat) und die Gouverneure der europäischen Zentralbanken beschlossen, daß Anfang Mai 1998 nicht nur die Länder ausgewählt werden, die ab dem 1. Januar 1999 an der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) teilnehmen werden, sondern daß zusätzlich auch die bilateralen Zielparitäten zwischen den beteiligten Währungen verkündet werden. Gemäß den Bekundungen einiger europäischer Zentralbankpräsidenten und dem Präsidenten des Europäischen Währungsinstituts (EWI), Willem F. Duisenberg, wird die Ankündigung der bilateralen Zielparitäten wohl auf Grundlage der Zentralparitäten des Europäischen Währungssystems (EWS) erfolgen. Die EWS-Paritäten werden aufgrund ihrer nachhaltigen Akzeptanz im Markt als geeignete Wertverhältnisse angesehen.

Während die Länderauswahl gemäß Art. 109 j Abs. 4 Satz 2 EG-Vertrag (EG-V) vor dem 1. Juli 1998 zu geschehen hat, unterliegt die Verkündung bilateraler Zielparitäten keiner vertragsrechtlichen Verpflichtung¹. Die Entscheidung für eine frühzeitige Ankündigung wird von offizieller Seite damit begründet, daß dies den Finanzmarktteilnehmern Sicherheit über die Wertverhältnisse der teilnehmenden Währungen zueinander gibt und daß dadurch in der Interimsperiode,

also in der Zeit von der Auswahl des EWWU-Erstteilnehmerkreises bis zum 31. Dezember 1998, Turbulenzen auf den Finanzmärkten vermieden werden. Die noch offenen Fragen im Rahmen des Konvergenzprozesses der Geldmärkte der EWWU-Erstteilnehmerländer sind, zu welchem Zeitpunkt sich die Konvergenz der Devisen- und Zinsmärkte vollziehen wird und, damit eng verbunden, welche Höhe das Euro-Geldmarktzinsniveau annehmen wird. Daraus leitet sich die Frage ab, ob eine einmal erreichte, frühzeitige Konvergenz dauerhaft bis zum 31. Dezember 1998 sein wird.

Differenzen zwischen den nationalen Geldmarktsätzen

Ein Blick auf die Zinsmärkte zeigt, daß in der kleinen EWWU (bestehend aus Deutschland, Frankreich, Österreich, Niederlande, Luxemburg, Belgien, Finnland) die Zinskonvergenz sowohl im lang- als auch im kurzfristigen Laufzeitbereich nahezu vollzogen ist. Hingegen besteht bei einer großen EWWU (kleine EWWU plus Italien, Spanien, Portugal und Irland) noch erheblicher Zinskonvergenzbedarf in den Geldmarktsätzen: Der bundesdeutsche (3-Monats-)Geldmarktsatz beträgt zur Zeit etwa 3,41%, der Italiens 5,84%, der Spaniens 4,30%, der Portugals 4,72% und der Irlands 6,18% (siehe hierzu Tabelle 1).

Dr. Thorsten Polleit, 30, ist Chefökonom der ABN AMRO (Deutschland) AG, Frankfurt.

¹ Siehe hierzu ausführlich A. M. Poser, T. Polleit: Wieviel DM für einen Euro?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 14/1997, S. 663 ff.

Hinter den Brutto-Zinsdifferenzen zwischen den Geldmarktsätzen der EWWU-Kernländer und denen Italiens, Spaniens, Portugals und Irlands verbergen sich, so die Märkte effizient sind, Netto-Zinsdifferenzen in Höhe von null, d.h., für einen Investor besteht kein Renditeunterschied zwischen einer Geldanlage in Italien und einer Anlage in Deutschland: Der Zinsgewinn, der im Land mit vergleichsweise hohem Zinssatz erzielt werden kann, wird durch den Kursverlust, der durch den künftigen Rücktausch von der hochverzinslichen in die niedrigverzinsliche Währung hin-genommen werden muß, kompensiert („Gesetz der gedeckten Zinsparität“²).

Die unterschiedliche Höhe der nominalen Geldmarktzinsen in den EWWU-Kernländern und in Italien, Spanien, Portugal und Irland reflektiert eine noch nicht vollständig mit den Ländern der Kern-EWWU harmonisierte Geldpolitik. Dies ist zum einen durch einen noch nicht vollständigen Gleichlauf der Konjunktoren zu erklären, zum anderen aber auch mit den unterschiedlichen Finanzierungsformen der jeweiligen nationalen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Zudem kommen in den Zinsdifferenzen Risikoprämien für die noch nicht entschiedene EWWU-Erstteilnahme und die Kompensation für unterschiedliche Liquiditätsgrade der nationalen Geldanlagen zum Ausdruck.

Durch die Verkündung bilateraler Zielparitäten zwischen den EWWU-Erstteilnehmerländern werden die künftigen bilateralen Kassakurse der beteiligten Währungen, die am 31. Dezember 1998 Gültigkeit besitzen sollen, festgelegt; damit entsprechen die bilate-

ralen Zielparitäten den bilateralen Terminkursen zum 31. Dezember 1998. Von Anfang Mai 1998 bis Ende 1998 existieren theoretisch zwei Freiheitsgrade – in Form der Kassa-Wechselkurse und der Geldmarkt-Zinsdifferenzen –, deren jeweilige Ausprägung den Zeitpunkt der Konvergenz der Geldmarktsätze in der Interimsperiode und damit auch die noch verbleibende Dauer der nationalen geldpolitischen Autonomie bestimmen wird. Vor diesem Hintergrund lassen sich zwei Szenarien mit unterschiedlichen geldpolitischen Implikationen ableiten:

- Konvergenz der Geldmarktsätze am Ende der Interimsperiode oder
- Konvergenz der Geldmarktsätze bereits zu Anfang Mai/Juni 1998.

Konvergenzszenarien

Bei Verkündung der bilateralen Zielparitäten Anfang Mai ist zu erwarten, daß die bilateralen Terminkurse der EWWU-Erstteilnehmerländerwährungen unmittelbar auf die Zielparitäten konvergieren werden. Die (Kassa-)Marktkurse der EWWU-Erstteilnehmerländer mögen – aus verschiedenen Gründen – jedoch weiterhin von den bilateralen Zielparitäten abweichen. Folglich können auch weiterhin Differenzen zwischen den nationalen Geldmarktzinsen auftreten; die Angleichung der Kassakurse an die bilateralen Zielparitäten vor dem 31. Dezember 1998 ist damit nicht logische Notwendigkeit.

In diesem Szenario wäre die nationale Geldpolitik weiterhin in der Lage, in engen Grenzen „autonom“ zu agieren und auf die nationale Konjunktursituation abzustellen. Die Konvergenz der Geldmarktsätze bräuchte theoretisch erst am 31. Dezember 1998 stattfinden, da hier die Marktkurse den bilateralen Paritäten entsprechen; dieser Zeitpunkt markiert gleichzeitig das Ende der nationalen geldpolitischen Autonomie. Dieses Szenario liegt wohl im Interesse einiger EU-Zentralbanken.

In jedem Fall wird nach erfolgter Länderauswahl der Wegfall von Risikoprämien die Differenzen zwischen den Geldmarktsätzen der Kern-EWWU und den EWWU-Peripherie-Ländern verringern. Das Ausmaß der Konvergenz ist eine Funktion des Vertrauens, das die Marktteilnehmer den verkündeten Zielparitäten entgegenbringen werden. Angesichts der Bereitschaft zu

Tabelle 1
Geldmarktzinsen, BIP-Wachstum und Inflation in den potentiellen EWWU-Erstteilnehmerländern
 (Stand: 13. Februar 1998)

Land	Offizieller	3-Monats-	Spread ²	BIP-		Inflation	
	Geldmarkt	Geldmarkt-		Wachstum	Wachstum	(Änderung	CPI in %)
	satz ¹	satz ¹	in %	in %	im Jahre ³	im Jahre ³	
	in %	in %		1998e	1999e	1998e	1999e
Deutschland	3,30	3,41	-	2,6	2,8	2,2	2,4
Frankreich	3,30	3,58	+0,17	2,9	2,5	1,5	2,1
Österreich	3,20	3,62	+0,21	2,5	2,3	1,8	2,0
Niederlande	3,30	3,37	-0,04	3,5	3,0	2,3	2,5
Belgien	3,30	3,52	+0,11	2,6	2,8	1,6	2,3
Irland	6,75	6,18	+2,77	7,5	6,7	2,7	2,5
Italien	5,97	5,95	+2,54	2,2	2,7	2,1	2,6
Spanien	4,50	4,30	+0,89	3,6	3,8	2,7	2,6
Portugal	5,10	4,72	+1,31	3,3	3,0	2,0	2,6
Finnland	3,25	3,43	+0,02	3,5	3,0	1,9	2,2
EU	-	4,25*	+0,84	2,8	2,8	2,2	2,5

¹ Reuters, 13. Februar 1998; ² Gegenüber 3-Monats-D-Mark; ³ ABN AMRO-Schätzungen;

* Ecu-Rate.

² Die gedeckte Zinsparität errechnet sich wie folgt:

$$(w_t^I - w_t^K) / w_t^K \cdot (360 / n + i_a) = i_i - i_a$$

dabei ist w_t^I = Terminkurs, w_t^K = Kassakurs, i_i = Inlandszins, i_a = Auslandszins, n = Anzahl der Tage und t = Zeitpunkt.

einer frühzeitigen Ankündigung von bilateralen Zielparitäten und den damit verbundenen Zielsetzungen ist zu erwarten, daß es ab Mai 1998 zu keinen signifikanten Abweichungen von diesen Kursen kommt. Denn wenn diese Zielparitäten doch die „richtigen Gleichgewichtskurse“ sind, so werden die Marktteilnehmer fragen, warum sollen sie dann nicht schon jetzt Gültigkeit haben und nicht erst Ende 1998? Und je geringer die Schwankungen zwischen den Wechselkursen der EWWU-Erstteilnehmerwährungen um die verkündete Zielparität, desto höher wird auch das Vertrauen in die Nachhaltigkeit dieser Wertverhältnisse sein und vice versa. So ist wahrscheinlich, daß bei der Verkündung der bilateralen Zielparitäten nicht nur die Terminkurse auf diese, sondern daß zusätzlich auch die Marktkurse auf die bilateralen Zielparitäten konvergieren werden.

Entsprechen aber die bilateralen Terminkurse der EWWU-Erstteilnehmerländer den bilateralen Zielparitäten und letztere den bilateralen Kassakursen, so können noch bestehende Zinsdifferenzen zwischen den nationalen Geldmärkten – über alle Laufzeiten – nicht fortbestehen; sie würden in kurzer Zeit durch Arbitrage zum Ausgleich gebracht werden³. Dies bedeutet für die Politik der Zentralbanken, daß sie ihre offiziellen Geldmarksätze zu diesem Zeitpunkt vereinheitlichen müssen. Ansonsten würden bei dauerhafter Entsprechung von Kassa- und Terminkurs weiterhin bestehende Zinsdifferenzen in den offiziellen Geldmarksätzen risikolose Arbitragegewinne ermöglichen; die Zentralbanken würden eine „unendliche“ Zinsarbitrage finanzieren, verbunden mit einer möglicherweise unerwünschten Veränderung des nationalen Geld- und Kreditangebots.

Die stabilitätsfördernde Maßnahme in Form der frühzeitigen Verkündung von bilateralen Zielparitäten wird für die beteiligten Zentralbanken nicht zum „Nulltarif“ zu haben sein. Sie könnte sich als eine wesentliche Maßnahme auf dem Weg für einen frühzeitigen Verzicht auf geldpolitische Autonomie erweisen, die den Zentralbanken der EWWU-Erstteilnehmerländer eigentlich noch bis zum Ende des Jahres 1998 verbleibt. Die Finanzmärkte werden den Zeitpunkt für den De-facto-Beginn der einheitlichen europäischen Geldpolitik bestimmen. Mit Blick auf die Interimsperiode stellt sich die Frage: Werden die Wechselkurse der EWWU-Erstteilnehmerwährungen, sind sie einmal auf die bilateralen Zielparitäten konvergiert,

und sind daraufhin die offiziellen Geldmarksätze angepaßt worden, noch einmal von den Zielparitäten abweichen?

Turbulenzen in der Interimsperiode?

Bei Zinsgleichheit wären spekulative, fortdauernde Attacken nur dann zu erwarten, wenn die bilateralen Zielparitäten von den Marktteilnehmern nicht mehr als langfristige Gleichgewichtskurse („fair values“) zwischen den beteiligten Volkswirtschaften angesehen würden. Der Blick auf die Entwicklungen im EWS zeigt, daß die EWS-Paritäten von den Devisenmärkten über einen langen Zeitraum als Gleichgewichtskurse akzeptiert worden sind. Auch von geldpolitischer Seite besteht keine Veranlassung, Störungen zu erwarten: Zwischen den EWWU-Zentralbanken besteht ein hoher Grad an stabilitätsorientierter Zusammenarbeit, und sie sind weisungsunabhängig (nach Art. 108 EG-V müssen sie es bis spätestens „unmittelbar nach dem 1. Juli 1998“ sein). Als „potentielle Störquellen“ in der Interimsperiode verbleibt die nationale Fiskalpolitik und eine möglicherweise nicht vollkommen harmonisierte Konjunktursituation in den EWWU-Erstteilnehmerländern.

Die Bedenken, daß es in der Interimsperiode zu Friktionen kommen könnte, resultieren aus der Überlegung, daß Länder, die das „Eintrittsticket“ für die dritte Stufe der EWWU erhalten haben, und für die nun die Maastricht-Kriterien nicht mehr gelten, nachfolgend zu mangelnder fiskalischer Disziplin übergehen könnten. Die Fiskalpolitik der EWWU-Erstteilnehmerländer wird jedoch auch nach erfolgter EWWU-Länderauswahl und dem Wegfall der Maastricht-Kriterien durch Disziplinierungszwänge in Form des Stabilitäts- und Wachstumspakts reglementiert. Würde ein Land in der Interimsperiode dennoch seine Verschuldung übergebürlich erhöhen, so daß ein Zinsauftrieb resultiert, so würde auch die betroffene Landeswährung unter Aufwertungsdruck geraten und dazu tendieren, von den verkündeten Zielparitäten abzuweichen. Wie werden sich die Zentralbanken verhalten, wenn es nach erfolgter „Erstkonversion“ in einem solchen Szenario tatsächlich zu Zweifeln des Marktes am Gleichgewichtscharakter der bilateralen Zielparitäten kommen sollte?

Die Akzeptanz der bilateralen Zielparitäten ist zwar ohne Zweifel im Interesse der EWWU-Zentralbanken, signifikante Abweichungen wären für die Reputation der EWWU-Zentralbanken – und damit auch für die der künftigen EZB – abträglich. Es ist jedoch nicht zu erwarten, daß sich die beteiligten Zentralbanken in der Interimsperiode offiziell verpflichten werden, die

³ Gilt zum Zeitpunkt t , daß der Terminkurs w_t^T der verkündeten bilateralen Zielparität w_t^* entspricht und diese dem Kassakurs w_t^K , so muß im In- und Ausland der gleiche Zins gelten, d. h. $i_t = i_t^*$.

bilateralen Zielparitäten am Markt uneingeschränkt mit Devisenmarktinterventionen durchzusetzen. In dem Fall, in dem eine „Erstkonvergenz“ vor Dezember 1998 erst einmal erfolgt ist und die Zentralbanken ihre offiziellen Zinssätze daraufhin angeglichen haben, ist eine „inoffizielle Kursfestsetzung“ der bilateralen Zielparitäten innerhalb geringer Bandbreiten vor Mai 1998 jedoch nicht von der Hand zu weisen.

Im Prinzip ist die Interimsperiode für die EWWU-Zentralbanken voll beherrschbar, denn die Zentralbanken könnten im Rahmen einer stabilitätsorientierten Politik Interventionen in unbegrenztem Umfang durchführen, ohne daß inflationäre Impulse resultieren. In dem Szenario, in dem die Devisenmärkte z. B. auf eine Abwertung der italienischen Lira gegenüber der D-Mark spekulieren, würde die Deutsche Bundesbank angehalten sein, D-Mark gegen Lira zu verkaufen, die Banca d'Italia Lira gegen D-Mark zu kaufen. (Die Verfügbarkeit von Devisen wird dabei kein Problem darstellen, da die Zentralbanken sich die notwendigen Devisen untereinander dem Bedarf entsprechend zur Verfügung stellen können.) Das D-Mark-Zentralbankgeldangebot würde folglich erhöht und das Lira-Zentralbankgeldangebot reduziert werden, bis ein neues Gleichgewicht hergestellt ist.

Auf gesamteuropäischer Ebene könnten die Zentralbanken das Zentralbankgeldangebot („monetäre Basis“), umgerechnet in eine einheitliche Währung wie z.B. Ecu, so steuern, daß keine Volumensänderung resultiert. Die Folgen einer übergebührligen Staatsverschuldung eines Landes in Form steigender Inflation würden nicht in die übrigen Länder exportiert, wohl aber die Stabilitätsmaßnahmen in Form steigender Zinsen. Ein derartiges frühzeitiges „Einschließen“ der bilateralen Paritäten würde implizieren, daß mit der gemeinsamen europäischen Geldpolitik „bewußt“ begonnen wird, bevor die Europäische Zentralbank (EZB) offiziell gemäß Art. 109 I Abs. 1 Satz 1 EG-V gegründet und operativ ist.

Niveau des Euro-Geldmarktzinsniveaus

Für die Höhe des Euro-Geldmarktzinsniveaus bzw. des Konvergenzniveaus vor Eintritt in die dritte Stufe der EWWU sind bereits verschiedentlich Prognosen angestellt worden; sie reichen von 3,30%, dem derzeitigen Niveau der EWWU-Kernländer, bis etwa 4,0%, einem nach verschiedenen Kriterien gewichteten Durchschnittszins. Gerade die Möglichkeit, daß die Geldmarktkonvergenz zu einem Zeitpunkt erfolgen könnte, der deutlich vor dem 31. Dezember 1998 liegt, gibt Probleme auf. Erfolgt die Konvergenz erst

Ende Dezember 1998, so würden die nationalen Zentralbanken zu diesem Zeitpunkt ein einheitliches Geldmarktzinsniveau an die EZB übergeben, das mit der Erreichung der geldpolitischen Ziele im Euro-Währungsraum kompatibel wäre. Da jedoch eine vorzeitige Geldmarktkonvergenz und damit die Notwendigkeit für eine einheitliche, auf die EWWU ausgerichtete Geldpolitik nicht auszuschließen ist, könnte die Notwendigkeit entstehen, die Geldmarktzinsen auf ein Niveau zu bringen, die den Stabilitätsanforderungen des Euro-Währungsraums Rechnung trägt.

Ausgehend vom derzeitigen Niveau wird eine Zinsanhebung in den großen europäischen Volkswirtschaften häufig mit einer „konjunkturellen Bremswirkung“ gleichgesetzt. Die aggregierte Nachfrage in den EWWU-Kernländern ist tendenziell jedoch von langfristigen, die Italiens, Spaniens, Portugals und Irlands tendenziell von kurzfristigen Zinsen abhängig („short-termism“). Aus heutiger Sicht würde ein 3-Monats-Euro-Geldmarktzins von etwa 3,8% eine „soft landing“ innerhalb der EWWU markieren: Das Stabilitätssignal, das mit einer Zinserhöhung in den EWWU-Kernländern um etwa 30 Basispunkte verbunden sein dürfte, würde nur einen geringen Effekt auf den langen Zins zeitigen, die Euro-Zinsstrukturkurve würde einen flacheren Verlauf nehmen. Die Impulse einer Erhöhung des 3-Monats-Euro-Geldmarktzinses auf etwa 3,8% wäre mit den konjunkturellen Erfordernissen der gewichtigen europäischen Volkswirtschaften vereinbar und würde unerwünschte expansive Effekte sowohl in Italien, Spanien, Portugal und Irland sowie den Benelux-Staaten, verbunden mit einem „Importsog“ aus diesen Ländern, vermeiden.

Angesichts einer möglichen „Erstkonvergenz“ der Devisen- und Geldmärkte im Mai 1998 stellt sich die Frage, wie die europäischen Zentralbanken die Finanzmärkte darauf vorbereiten werden. Denn es wäre von geldpolitischer Seite kaum wünschenswert, daß Anfang Mai 1998 die „Geldmarktzins-Schere“ zwischen Kern-EWWU und den südeuropäischen Staaten sowie Irland weit auseinander klafft und gleichzeitig eine Devisenmarktkonvergenz nicht von der Hand zu weisen ist. Bei näherer Betrachtung könnte hieraus sogar ein „Dilemma“ für die Zentralbanken resultieren. Denn jede Zinsanhebung durch die Deutsche Bundesbank oder die Banque de France im Vorfeld der Länderauswahl würde von den Märkten als Maßnahme interpretiert werden, die Finanzmärkte auf den Beginn einer großen EWWU vorzubereiten, ein Signal, das die Zentralbanken jedoch sicherlich nicht geben wollen – und auch nicht können, da die endgültig-

Tabelle 2
Zeitplan und Entscheidungsweg zur Aufnahme
in die dritte Stufe der EWWU

Datum	Ereignis
20. März 1998	Informelles Treffen des Ecofin-Rates in York, England
25. März 1998	Veröffentlichung der Berichte der EU-Kommission und des EWL gemäß Art. 109 j Abs. 1/Abs. 4 EG-V. Prüfung EWWU-Verpflichtungen: – Innerstaatliche Rechtsvorschriften 1. Hoher Grad an Preisstabilität 2. Kein „übermäßiges Defizit“ i.S. des Art. 104 c EG-V 3. Zwei Jahre ohne EWS-Abwertung 4. Niedrige langfristige Zinsen – Entwicklung von Ecu, Marktintegration, Leistungsbilanzen, Lohnstückkosten Empfehlung der EU-Kommission gemäß Art. 109 j Abs. 2 Satz 1/Abs. 4 EG-V
27. März 1998	Stellungnahme des Präsidenten der Deutschen Bundesbank vor dem Finanzausschuß des Deutschen Bundestages.
1. bis 3. Mai 1998	Empfehlung des Ecofinrates gemäß Art. 109 j Abs. 2 Satz 1/Abs. 4 EG-V Anhörung/Stellungnahme des Europäischen Parlaments gemäß Art. 109 j Abs. 2 Satz 2/Abs. 4 EG-V Entscheidung des Rates der Staats- und Regierungschefs gemäß Art. 109 j Abs. 3/Abs. 4 EG-V Verkündigung der bilateralen Zielparitäten zwischen den Teilnehmerwährungen

ge Entscheidung über den EWWU-Erstteilnehmerkreis erst Anfang Mai 1998 gemäß Art. 109 j Abs. 3/Abs. 4 Satz 2 EG-V durch die europäischen Staats- und Regierungschefs erfolgen wird (siehe hierzu Tabelle 2)⁴.

Eine erwartungsgetriebene Zinsarbitrage im Vorfeld der Länderauswahl hatte für die Zentralbanken bereits eine unangenehme Implikation: Gegen Ende des Jahres 1997 kam es, getrieben durch die Erwartung eines großen EWWU-Erstteilnehmerkreises und den dabei unterstellten Zinserhöhungen, zu einem deutlichen Anstieg der 3-Monats-Geldmarktzinsen in den EWWU-Kernländern. Die Geldmärkte sind jedoch traditionell Ansatzpunkte der Geldpolitik, und ihr Zinsniveau wird von den Zentralbanken aufgrund ihrer Monopolstellung nahezu punktgenau gesteuert. Die Erwartung der Marktteilnehmer schien die Zentralbanken dieser Steuerungsfunktion zu berauben, denn nicht sie, sondern der Markt bestimmte die Geldmarktsätze im

Sinne einer „self-fulfilling prophecy“. Es war daher auch nicht verwunderlich, daß führende Zentralbankpolitiker die „Flucht nach vorn“ angetreten hatten und im November 1997 verkündeten, daß der Euro-Geldmarktsatz nicht zwangsläufig ein Durchschnitt der beteiligten EWWU-Länder sein wird, sondern daß er sich am Zinsniveau der EWWU-Kernländer ausrichten wird; doch daß dieses auf dem derzeitigen Niveau verharren wird, ist damit keineswegs festgeschrieben worden.

Ausblick

Die Entscheidung für eine frühzeitige Ankündigung der bilateralen Zielparitäten zwischen den Währungen der EWWU-Erstteilnehmerländer kann sich für die beteiligten Zentralbanken als Konvergenz-Beschleunigung auf den Devisen- und Zinsmärkten erweisen und damit den vorzeitigen Beginn einer einheitlichen europäischen Geldpolitik bedeuten. Damit kann sich die Frage nach der Wahl des einheitlichen Euro-Geldmarktzinsniveaus bereits deutlich vor dem 31. Dezember 1998 stellen. Gleichzeitig würde dies die frühzeitige Harmonisierung geldpolitischer Instrumente (Mindestreservepolitik, Offenmarktoperationen etc.) in den EWWU-Erstteilnehmerländern erforderlich machen, um Effizienzverluste der Geldpolitik in der Interimsperiode zu vermeiden.

Der Beginn einer frühzeitigen europäischen Geldpolitik wird einen Wendepunkt markieren: nicht mehr die Optimierung der monetären Verhältnisse in einer Region, sondern die Optimierung der monetären Verhältnisse im gesamten Euro-Währungsraum wird Auftrag der nationalen Zentralbanken sein. Turbulenzen sind in der Interimsperiode, nicht zuletzt wegen der dominanten Position der Zentralbanken in diesem Zeitabschnitt, nicht zu erwarten.

Für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik in der EWWU ist eine ungezügelter staatliche Verschuldungspolitik der größte Gefahrenherd. Dies gilt nicht nur für die Interimsperiode, sondern wird auch Gültigkeit im künftigen Euro-Währungsraum besitzen. Die Ausweitung der angebotsseitigen Flexibilität in Form von Preisen und Löhnen in Europa würde zudem die politische Versuchung verringern, durch Rückgriff auf Budgetdefizite Wachstum und Beschäftigung beeinflussen zu wollen. Auch könnte eine erhöhte Flexibilität von Löhnen und relativen Preisen exogene Schocks in den einzelnen Regionen besser abfedern, und auch der Bedarf für einen Inter-EU-Transfer-Mechanismus würde verringert werden. Die Zentralbanken fordern zu Recht dezidiert die erforderlichen Reformen ein.

⁴ Die Anhebung des Repo-Satzes um 30 Basispunkte durch die Deutsche Bundesbank am 9. Oktober 1997 wurde jedoch bereits als Einleitung der europäischen Geldpolitik durch die Marktteilnehmer gewertet.