

Der britische 'hard-ECU'-Plan

Nach den britischen Vorstellungen soll eine neue Gemeinschaftsinstitution (Europäischer Währungsfonds) mit der Emission und Steuerung (management) einer Gemeinschaftswährung ('hard ECU') betraut werden, die neben den nationalen Währungen umlaufen und wie diese am Wechselkursverbund des EWS teilnehmen würde. 'Hard ECU' sollen nur gegen Partnerwährungen und innerhalb bestimmter Obergrenzen geschaffen werden. Der Charakter der 'hard ECU' soll durch ein Abwertungsverbot gegenüber anderen EWS-Währungen und durch eine 'hard ECU'-Garantie für Währungsbestände des Fonds gewährleistet werden. Die Partnerländer bzw. ihre Notenbanken sollen auf Verlangen des Fonds zum Rückkauf ihrer Währung verpflichtet sein.

Mit diesem Konzept, das inzwischen in die Form von Vertrags- bzw. Statutsartikeln gefaßt wurde¹⁾, will Großbritannien der 2. Stufe einen konkreten Inhalt geben und das Bemühen um anti-inflationäre Konvergenz stärken. Ob der neue Fonds in einer 3. Stufe zu

1) Economic and Monetary Union Beyond Stage 1, Possible Treaty Provisions and Statute of a European Monetary Fund, Proposals by the UK Government, H.M. Treasury, January 1991.

einem Europäischen Zentralbanksystem und die 'hard ECU' zu einer Einheitswährung weiterentwickelt wird, soll späteren Entscheidungen überlassen bleiben. Von vornherein ausgeschlossen wird dies nicht. Der britische Schatzkanzler hat bei der Vorstellung der jüngsten Fassung des 'hard ECU'-Plans sogar ausdrücklich erklärt, daß Großbritannien einer solchen Weiterentwicklung unter Beteiligung einzelner Mitgliedstaaten nicht im Wege stehen wolle.

Die britischen Vorstellungen wurden in ihrer Substanz¹⁾ vom EG-Währungsausschuß und von den Stellvertretern des Ausschusses der EG-Notenbankpräsidenten eingehend geprüft und überwiegend negativ kommentiert. Die Zurückweisung des Parallelwährungskonzepts durch den Delors-Ausschuß wurde dabei im wesentlichen bestätigt. Kritisch beurteilt wurden insbesondere

- die Qualität und Durchsetzungsfähigkeit der 'hard ECU' als Gemeinschaftswährung und Finanzinstrument, auch im Vergleich zur Korb-ECU;
- die Rolle und Funktionsweise eines Europäischen Währungsfonds, der mit geld- und devisenpolitischen Kompetenzen ausgestattet ist;

1) Grundlage der Diskussionen war die von britischer Seite im August 1990 vorgelegte Fassung des 'hard ECU'-Plans.

- die Konsequenzen für die Geldpolitik einzelner Länder und deren Koordinierung auf Gemeinschaftsebene;
- die Auswirkungen auf den Integrationsprozeß, der zur Wirtschafts- und Währungsunion hinführen soll.

Im folgenden soll der britische Vorschlag einer Prüfung unterzogen werden, bei der die Auswirkungen auf die Fähigkeit der Bundesbank im Vordergrund stehen, ihrem geldpolitischen Gesetzauftrag auch in einer 2. Stufe voll nachzukommen, in der die Verantwortung für die Geldpolitik bei den nationalen Instanzen verbleiben soll. Die Antwort darauf ist nicht zuletzt deshalb wichtig, weil nicht ausgeschlossen werden kann, daß die Wirtschafts- und Währungsunion aus wirtschaftlichen oder politischen Gründen nicht über eine 2. Stufe hinauskommt.

Anders als die Schaffung eines Europäischen Zentralbanksystems (EZBS), das für die Geldpolitik der Gemeinschaft voll verantwortlich ist, stünde eine durch Änderungen des EWG-Vertrages bewirkte teilweise Einschränkung der geldpolitischen Handlungsfähigkeit der Bundesbank in offensichtlichem Widerspruch zum Erfordernis ungeteilter Verantwortung für die Geldpolitik, das - jedenfalls grundsätzlich - von unseren Partnern geteilt wird. Das führt zu der Frage, ob institutionelle Änderungen der von Großbri-

tannien vorgeschlagenen Art, die eine einheitliche Geldpolitik und die Schaffung einer Einheitswährung als Endziel einer Wirtschafts- und Währungsunion fürs erste ausdrücklich ausschließen, für die deutsche Seite überhaupt akzeptabel sein können. Jedenfalls stünde dies im Widerspruch zur bisherigen Haltung der Bundesregierung.

1. Die harte ECU

Ob und in welchem Umfang sich die 'hard ECU' in den verschiedenen Geldfunktionen (Zahlungsmittel, Rechnungseinheit, Wertaufbewahrungsmittel) gegenüber den nationalen Währungen durchsetzen und diese verdrängen würde, erscheint zumal in Ländern mit relativ stabiler Währung aus einer Reihe von Gründen fraglich:

- Der ECU mangelt es an der für nationale Währungen historisch gewachsenen Akzeptanz in der Bevölkerung, die auch durch Erklärung zum 'legal tender' nicht "dekretiert" werden könnte;
- für die geldpolitische Steuerung einer ECU-Währung fehlt es an der notwendigen eigenen volkswirtschaftlichen Basis (BSP, Potentialwachstum);

- der 'hard ECU'-Wechselkurs würde gegenüber den Partnerwährungen zumindest innerhalb der Bandbreiten ebenso schwanken wie die Partnerwährungen gegeneinander;
- als Parallelwährung stünde die 'hard ECU' im Wettbewerb mit anderen prominenten Währungen.

Zwar soll sich die 'hard ECU' gemäß dem Konzept der Parallel-Währung im Wettbewerb mit den nationalen Währungen entwickeln, eine Verdrängung der nationalen Währungen liegt jedoch ganz offensichtlich nicht in der Absicht des britischen 'hard ECU'-Plans; dies stünde u. a. im Widerspruch zu der Feststellung, daß die geldpolitische Kontrolle in nationaler Hand verbleiben soll. Allen gegenteiligen Äußerungen zum Trotz soll der britische Plan letztlich wohl doch die Ablösung der nationalen Währungen durch eine Einheitswährung ('single currency') und die Übertragung der geldpolitischen Verantwortung in der Gemeinschaft auf ein Europäisches Zentralbanksystem (EZBS) jedenfalls für Großbritannien auf unbestimmte Zeit inhibieren.

Einige der Autoren des Plans haben ausdrücklich erklärt, daß die britischen Vorschläge auch darauf zielen, der DMark die Rolle als "Ankerwäh-

rung" des EWS und als wichtigste "Euro-Parallelwährung" (und zweit- oder dritt wichtigste internationale Währung) streitig zu machen. Die Ablösung der DMark als "Ankerwährung" durch die ECU fände allein schon deshalb die Unterstützung anderer Partner und der Kommission, weil damit ein Element des behaupteten asymmetrischen Funktionierens des EWS beseitigt würde. Die allmähliche Ablösung der DMark als bevorzugte 'Euro-Parallelwährung' durch die 'hard ECU'-Währung wäre geeignet, die Vorrangstellung Londons als Finanzplatz zu stärken.

Dies führt zu der Frage, was die 'hard ECU' - insbesondere auch im Vergleich zur Korb-ECU - für die Verwendung als internationales Anlage- und Finanzierungsinstrument qualifizieren würde. Als positiv zu werten wäre ihr Hartwährungscharakter, der sie auf eine vergleichbare Ebene mit der DMark stellen würde.¹⁾ Darüber hinaus könnte die Existenz einer für die 'hard ECU' verantwortlichen Institution und ihr Tätigwerden als 'lender of last resort' den 'hard ECU'-Märkten Auftrieb geben. Das Fehlen einer solchen Institution wird von Marktteilnehmern immer wieder beklagt, wie die ständig wiederholten Wünsche

1) Siehe dazu jedoch O. Issing, Über die 'Hard ECU' zur Europäischen Währungsunion?, Madrid, 25.01.91.

nach offizieller Unterstützung beim ECU-Clearing und auf andere Weise belegen.

Allerdings könnte nach Aussage von Marktteilnehmern das hohe Volumen ausstehender ECU-Anlageinstrumente mit z. T. langer Laufzeit für längere Zeit auf ein Nebeneinander von 'hard ECU' und Korb-ECU hinauslaufen, was beiden Instrumenten abträglich wäre. Deshalb ist von britischer Seite vorgeschlagen worden, nach Methoden zu suchen, um die Korb-ECU möglichst bald "aus dem Verkehr zu ziehen"¹⁾.

Die 'hard ECU' wäre darüber hinaus im Vergleich zur Korb-ECU als Rechnungseinheit und Anlageinstrument mit einer Reihe von Nachteilen behaftet. Die Korb-ECU bezieht einen Teil ihrer Attraktivität gerade aus ihrem Korbcharakter²⁾ und damit aus der Fähigkeit des Marktes, durch Zusammensetzung oder Zerlegung des ECU-Korbes Arbitrage-Nutzen zu erzielen und sich der Korb-ECU als 'hedging'-Instrument zu bedienen. Dafür spricht der hohe Anteil des ECU-Interbankenmarktes am gesamten Marktvolumen in ECU. Dabei spielt eine Rolle, daß Zinsdifferenzen zwischen einzelnen

1) Sir Michael Butler (Mitautor des ursprünglich vorgelegten 'hard ECU'-Plans), The Independent, London, 10.01.91.

2) Rainer S. Maser, An Increasing Role for the ECU: a character in search of a script, 1986.

Partnerwährungen ihr Pendant in entsprechenden Terminkursdifferenzen haben (Zinsparitätentheorie). Die Ausnutzung von Unvollkommenheiten einzelner nationaler Finanzmärkte eröffnet die Chance, beim Eingehen von ECU-Forderungen oder -Verbindlichkeiten gegenüber Transaktionen in nationalen Währungen Kosten- bzw. Zinsvorteile zu erzielen.¹⁾ Vergleichbare Nutzungsmöglichkeiten böte die 'hard ECU' nicht, wenn der Korbcharakter entfallen oder durch die Wechselkursgarantie gegenüber der jeweils stärksten Währung eingeschränkt würde.

Für die Attraktivität und Verbreitung der 'hard ECU' als Anlageinstrument ist ihre Verzinsung ein wichtiger Bestimmungsfaktor. Eine Identität der 'hard ECU'-Verzinsung und der für die härteste Währung geltenden Zinsen kann trotz Abwertungsverbot nicht ohne weiteres unterstellt werden, allenfalls eine mehr oder minder große Zinsnähe. Neben der Wertidentität würden auch andere marktspezifische Einflüsse wirksam. Zu berücksichtigen ist, daß es nicht nur eine "härteste Währung" gibt, sondern mehrere, was vermutlich unterschiedliche Zinsgefälle gegenüber den ECU-Zinsen

1) In jüngster Zeit scheinen einzelne Marktteilnehmer weniger bereit, in Arbitragegeschäfte einzutreten, so daß größere Abweichungen zwischen den ECU-Marktkursen und dem theoretischen ECU-Wert in einzelnen Währungen als zuvor entstehen konnten.

bedeuten würde. Für die ECU-Verzinsung wäre naturgemäß auch die Bereitschaft von Institutionen der Gemeinschaft und der Mitgliedstaaten von Bedeutung, sich in ECU anstatt in nationalen Währungen zu verschulden und dabei Bedingungen zu akzeptieren, die sich auf das ECU-Marktvolumen günstig auswirken.

Schließlich wäre auch die 'hard ECU'-Zinspolitik des Europäischen Fonds für die Verwendung der 'hard ECU' als Anlage- und Kreditinstrument mitbestimmend. Die Unterstützung durch den Fonds ebenso wie durch Gemeinschaftsinstitutionen und staatliche Stellen in den Mitgliedsländern könnte sich als umso wichtiger erweisen, je weniger die 'hard ECU' aufgrund ihrer besonderen Qualitätsmerkmale zu überzeugen und Marktanteile zu gewinnen vermag.

2. Der Europäische Währungsfonds

Der vorgesehene Europäische Währungsfonds würde nach den britischen Vorstellungen 'hard ECU' nur gegen Gutschrift nationaler Währungen emittieren. Er hätte damit auf den ersten Blick den Charakter einer 'monetary authority'. In seiner Bilanz entsprächen den neu geschaffenen 'hard ECU'-Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (und den

ausgegebenen 'hard ECU'-Banknoten und -Münzen) jeweils gleich hohe Forderungen in nationalen Währungen. Der Fonds selbst wäre so gesehen keine eigenständige Quelle der Kredit- und Geldschöpfung in der Gemeinschaft.

Das bedeutet indes nicht, daß mit der Einführung der 'hard ECU' keine zusätzliche Kredit- und Geldexpansion verbunden wäre. Der britische 'hard ECU'-Plan läßt auch in der jetzt vorliegenden Form dazu einige Fragen offen. Es kann unterstellt werden - und wäre ganz im Sinne des Vorschlags, der 'hard ECU'-Währung über den Markt zur Verbreitung zu verhelfen -, daß Geschäftsbanken im Wege der Kreditgewährung in 'hard ECU' zur Schaffung von 'hard ECU'-Verbindlichkeiten in der Lage wären. Ausdrücklich vorgesehen sind im übrigen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte des Fonds mit Kreditinstituten oder anderen Marktteilnehmern in dem für die Erfüllung seiner Aufgaben erforderlichen Umfang, und zwar sowohl in 'hard ECU' als auch in nationalen Partnerwährungen. Dabei würde es sich wohl um notenbanktypische Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten handeln. Damit würde der Fonds als 'lender of last resort' des 'hard ECU'-Marktes tätig, um wie eine Zentralbank laufenden 'hard ECU'-Liquiditätsanforderungen der Kreditinstitute nachzukommen. Die für sein Offenmarkt- und Kreditgeschäft geltenden

Konditionen würde der Fonds festlegen. Auch die ausdrücklich vorgesehene Formulierung einer 'hard ECU'-Politik durch den Fonds, einschließlich von Entscheidungen über (geldpolitische) Zwischenziele, wichtige Zinssätze und die Liquiditätsbereitstellung machen mehr als deutlich, daß der Fonds als eine Art 'Nebenzentralbank' tätig würde.

Ob es zu einer zusätzlichen monetären Expansion käme hinge auch davon ab, wie sich die Konversion nationaler Währungen in 'hard ECU' auf die gesamte 'Europageldmenge' auswirken würde. Auf den ersten Blick ist davon auszugehen, daß der Fonds hereingenommene nationale Währungen wieder marktmäßig anlegen würde, so daß es nicht zu einer Kontraktion der jeweiligen nationalen Geldmenge käme. Andernfalls müßte mit einer kompensierenden Geldexpansion in dem betreffenden Land gerechnet werden. Was immer die 'mechanischen' Konsequenzen der Konversion nationaler Währungen in 'hard ECU' und des Tätigwerdens des Fonds im Rahmen von Offenmarkt- und Kreditgeschäften wären, die Koexistenz sich überlappender nationaler Geldkreisläufe und des 'hard ECU'-Kreislaufs würde die Geldpolitik der einzelnen Länder und ihre Koordination auf Gemeinschaftsebene zusätzlich erschweren. Selbst wenn das Erfordernis, den Wechselkurs der 'hard ECU' gegenüber der jeweils härtesten Währung stabil zu halten und die darauf

gerichtete Politik des Fonds einer monetären Expansion in 'hard ECU' enge Grenzen setzen würde, könnte sich die Existenz des Fonds für die Verbreitung der 'hard ECU' günstig auswirken.

Dies richtet das Augenmerk auf die im britischen 'hard ECU'-Plan genannte Möglichkeit einer Konversionsbegrenzung sowie auf das Recht des Fonds, ein Mitgliedsland unter bestimmten Bedingungen zum Rückkauf von Teilbeträgen seiner vom Fonds gehaltenen Währung gegen 'hard ECU' oder andere harte Währungen aufzufordern. Die damit dem Fonds übertragenen Funktionen werfen eine Reihe von Fragen auf:

- a) Eine Frage gilt den Bedingungen, unter denen der Fonds den Rückkauf nationaler Währung gegen 'hard ECU' oder harte Währung verlangen könnte, um das betreffende Land zu monetärer Disziplin zu zwingen. Der britische Plan spricht von der Möglichkeit, Höchstbeträge festzulegen, über die hinaus der Fonds Rückkauf verlangen könnte (evtl. mit "Grauzonen"). Der Vertreter der Banque de France im Währungsausschuß äußerte Bedenken dagegen, daß ein Land vom Fonds "in willkürlicher Weise" mit Rückkaufsbegehren konfrontiert werden könnte und gab den Konversionsbegehren des Marktes, die in entsprechendem Druck am Devisenmarkt ihren Ausdruck finden, den Vorzug.

b) Eine andere Frage ist, ob der Fonds bei Rückkaufsbegehren möglicherweise Zurückhaltung üben würde, weil er ein Eigeninteresse an der Verbreitung der 'hard ECU' haben dürfte. Dieses Eigeninteresse könnte zumindest die Bereitschaft des Fonds dämpfen, einzelne Mitgliedsländer zu mehr monetärer Disziplin anzuhalten.

c) Eine zentrale Frage ist, wie leicht ein Land einem Rückkaufsbegehren ausweichen oder widerstehen könnte. Eine Möglichkeit dazu wäre, durch Kreditaufnahme an den internationalen Finanzmärkten die zur Erfüllung des Rückkaufsbegehrens benötigten 'hard ECU' oder harte Währungen zu beschaffen, sofern die eigenen Reserven nicht mehr ausreichen. Die für direkte oder indirekte Kreditaufnahmen an den internationalen Finanzmärkten gegebenen Möglichkeiten sind beträchtlich, wenn auch nicht unbegrenzt. Sie stehen selbst hoch verschuldeten Ländern der Gemeinschaft offen, nicht zuletzt wegen der vom Markt vermuteten Solidaritätsgarantie der Gemeinschaft.

Eine andere Ausweichmöglichkeit bestünde darin, daß ein Land dem Rückkaufsbegehren mit dem Verlangen begegnet, seine Währung abzuwerten,

anstatt sich dem Zwang zu mehr monetärer Disziplin zu unterwerfen. Dagegen ist eingewendet worden¹⁾, daß die für Währungsbestände des Fonds geltende 'hard ECU'-Garantie Abwertungen für ein Land erheblich verteuern würde. Ob der Abschreckungseffekt der Wechselkursgarantie jedoch ausreichend wäre, ist jedoch zumindest zweifelhaft.

Wenn - wie zu erwarten - zahlreiche Mitgliedsländer und die Kommission der Meinung sein sollten, in einer 2. Stufe müßten Wechselkurskorrekturen um beinahe jeden Preis vermieden werden, so würde dies den Fonds möglicherweise starkem politischen Druck aussetzen, auf ein Rückkaufsverlangen zu verzichten und dem betreffenden Land keine allzu restriktive Geldpolitik aufzuzwingen.

Diese Überlegungen führen zur Frage nach dem Status des Fonds. Der britische 'hard ECU'-Plan enthält dazu angesichts der bestehenden Meinungsunterschiede in der Gemeinschaft Alternativtexte:

1) Gavyn Davies and David Walton, Which Hard ECU will Fly?, Goldman Sachs UK Weekly Comment, Issue Number 13, January 11, 1991.

Alternative 1 gibt dem Fonds formal die gleiche Unabhängigkeit wie der Entwurf des Gouverneursausschusses für ein Statut des Europäischen Zentralbanksystems;

Alternative 2 sieht dagegen nur minimale Änderungen in den bestehenden Beziehungen zwischen den nationalen Zentralbanken und ihren Regierungen vor.

Es liegt auf der Hand, daß die britische Regierung Alternative 2 den Vorzug gibt, sie schließt aber auch eine Zustimmung zur ersten Alternative offenbar nicht von vornherein aus.

Alternative 1 würde dem Fonds und seinen Leitungsorganen jedoch nur formal einen ähnlichen Unabhängigkeitsstatus verleihen wie dem EZBS bzw. der EZB. Anders als das EZBS hätte der Fonds als eine Art 'Nebenzentralbank' keine unangefochtene Alleinverantwortung für die Geldpolitik der Gemeinschaft. Das würde seinen Status von vornherein erheblich einschränken. Auch die Tatsache, daß die nationalen Zentralbanken Mitglieder des Fonds wären und gemeinsam über dessen Tätigkeit zu entscheiden hätten, könnte diesen 'Geburtsfehler' nicht heilen. Seine Leitungsorgane blieben damit vermutlich auch gegenüber politischem Druck

anfälliger als diejenigen eines für die Geldpolitik voll verantwortlichen Europäischen Zentralbanksystems, zumal eine entsprechende Anpassung der nationalen Zentralbankstatuten und -strukturen nicht vorgesehen ist. Dieses Manko ließe sich vermutlich auf lange Zeit auch dadurch nicht aufheben, daß allen nationalen Zentralbanken und den in die Leitungsorgane des Fonds gewählten Persönlichkeiten völlige Unabhängigkeit zuteil würde.

Je nach den Mehrheiten, die sich zu bestimmten Fragen herausbilden, würde der Fonds im Rahmen seiner Verantwortung für die 'hard ECU' (und bei Erfüllung anderer ihm übertragener Aufgaben) in Konflikte besonders mit solchen nationalen Zentralbanken geraten, die für die Geldpolitik weiterhin eigenständige Verantwortung tragen. Das Bestreben des Fonds, der 'hard ECU' anstelle der DMark die Funktion einer Ankerwährung des EWS zu sichern, würde ihn mit einiger Sicherheit in Interessenskonflikte mit der Bundesbank verwickeln, sofern aus seinem Tätigwerden negative Rückwirkungen für die deutsche Geldpolitik resultieren.

3. Konsequenzen für die geldpolitische Handlungsfähigkeit der Bundesbank

In der Ankerrolle der DMark im EWS kommt u. a. zum Ausdruck, daß die Bundesbank über relativ mehr geldpolitische Handlungsfreiheit verfügt als andere Zentralbanken. Daraus folgt mit einiger Wahrscheinlichkeit, daß die Übertragung geld- und währungspolitischer Kompetenzen auf einen Europäischen Währungsfonds relativ stärker zu Lasten des Handlungsspielraums der Bundesbank als der ohnehin geringen Handlungsspielräume anderer Zentralbanken ginge. Dies könnte bis zu einem gewissen Grade hingenommen werden, wenn vom Fonds ein eigenständiger Stabilitätsbeitrag zu erwarten wäre, der durch sein Statut und die entsprechende Ausgestaltung seiner Handlungsmöglichkeiten abgesichert ist. Dies kann aber angesichts des bereits Gesagten nicht unterstellt werden.

Zwar hätte die Existenz der 'hard ECU' als Parallelwährung für sich gesehen vermutlich keine allzu großen Auswirkungen auf die DMark und die Handlungsfähigkeit der Bundesbank. Jedenfalls würden 'hard ECU'-Geldbestände bei Nichtbanken für die Geldpolitik keine grundsätzlich anders gearteten Probleme aufwerfen als Geldbestände in Drittwährungen.

Ernster zu nehmende Konsequenzen könnten hingegen aus der Existenz des Fonds resultieren, wenn dieser - wie in den britischen Vorschlägen vorgesehen - mit eigenen geld- und währungspolitischen Kompetenzen ausgestattet ist. Dabei muß unterschieden werden zwischen Einflußmöglichkeiten des Fonds

- im Rahmen einer aktiven Steuerung des 'hard ECU'-Geldvolumens durch den Fonds;
- auf die Geldpolitik einzelner Zentralbanken in der Gemeinschaft und deren Koordinierung;
- im Bereich der Wechselkurs- und Interventionspolitik.

Die direkten Einflußmöglichkeiten des Fonds auf die Geldpolitik der Bundesbank über die 'hard ECU' wären auf den ersten Blick durch deren Teilnahme am EWS-Wechselkursmechanismus und durch die Wechselkursgarantie gegenüber der härtesten Währung eingeschränkt. Wie bei anderen Teilnehmerwährungen am Wechselkursmechanismus des EWS müßten sich die 'hard ECU'-Zinsen in einer Spannweite zu den DMark-Zinsen bewegen, die ein Ausbrechen des Wechselkurses der 'hard ECU' zur DMark verhindert. In gewissem Umfang könnten dabei Interventionen helfen. Im Laufe der Zeit könnten jedoch die Einflußmöglichkeiten des Fonds in dem

Maße zunehmen, wie das 'hard ECU'-Volumen anwächst. Zwar würde die Geldhaltung in 'hard ECU' vermutlich - wie schon bei der Korb-ECU - in den Ländern überproportional zunehmen, deren Währungen immer wieder zur Schwäche neigen und deshalb Vertrauenseinbußen erleiden. Anders als die Korb-ECU wären aber solche 'hard ECU'-Geldbestände wegen des Abwertungsverbots und der quasi-Zinsparität gegenüber der härtesten Währung eine Art "DMark-Ersatzwährung". In dem Maße wie der Fonds die geldpolitische Kontrolle über die 'hard ECU' als Gemeinschaftswährung auszuüben suchen würde, müßte er damit in Konkurrenz zu der für die DMark verantwortlichen Bundesbank geraten.

Der Fonds würde seinen Einfluß zweifellos von Anfang an über gebündelte 'peer pressure' innerhalb seiner Leitungsorgane geltend machen. Die Anbindung der 'hard ECU' an die härteste Währung böte dabei keineswegs Gewähr, daß die auf ein Höchstmaß an Geldwertstabilität ausgerichtete Politik der Bundesbank von Seiten des Fonds stets nachdrückliche Unterstützung erfahren würde. Vielmehr müßte damit gerechnet werden, daß sich die 'peer pressure' hauptsächlich gegen denjenigen Partner richten würde, dessen Geldpolitik am stärksten vom Durchschnitt abweicht. Die Bundesbank würde vermutlich dazu angehalten, geldpolitische Maßnahmen möglichst zu vermeiden, die es

für die 'hard ECU' schwerer machen könnten, die Wertidentität gegenüber der härtesten Währung beizubehalten. Die Bundesbank könnte sich verstärkter 'peer pressure' immer dann ausgesetzt sehen, wenn sie aus binnenwirtschaftlichen Gründen die Zinsen anzuheben beabsichtigt, die DMark aber gegenüber der 'hard ECU' möglichst nicht unter Aufwertungsdruck geraten soll.

Erweist sich der Fonds als unfähig, die Geldpolitik von Hochinflationenländern wirksam zu beeinflussen, so würde beinahe zwangsläufig auch die Stabilität anderer Währungen, besonders der jeweils härtesten Währung, in Mitleidenschaft gezogen. Denn im Fall einer übermäßigen monetären Expansion in einzelnen Mitgliedsländern, die sich ungebremst fortsetzen kann, käme es zu Kapitalabflüssen nicht nur in die 'hard ECU', sondern auch in die mit ihr durch eine Wechselkursgarantie verbundene Hartwährung. Wird Ländern mit stabiler Währung der Ausweg in die Wechselkurskorrektur ('realignment') versagt, so kommt es überdies zu einem direkten Inflationsimport über den Preiszusammenhang. Eine daraus resultierende Aufweichung des Stabilitätsgrads der Hartwährung würde die Aufrechterhaltung der Wertidentität zwischen 'hard ECU' und härtester Währung erleichtern und dem Fonds mehr Spielraum in seiner 'hard ECU'-Politik belassen.

Auch heute schon muß die Bundesbank aufgrund der Einbindung in das EWS mit ihrer Geldpolitik auf Erfordernisse Rücksicht nehmen, die von unterschiedlichen Prioritäten der Partnerländer mit geprägt werden. Das Gewicht und die Ankerrolle der DMark erlaubt es ihr aber, anderen Partnern stärker ihren geldpolitischen Kurs vorzugeben als umgekehrt. Die anderen Partnerländer müssen immer wieder entscheiden, ob sie der durch die Bundesbank vorgegebenen geldpolitischen Linie folgen wollen oder der Wechselkurskorrektur den Vorzug geben.

Diese oft beklagte Asymmetrie zu ändern ist ein erklärtes Ziel der meisten unserer Partnerländer und auch der Kommission, wie die jüngste Diskussion im Währungsausschuß über die Ausrichtung der Geldpolitik in der 1. Stufe erneut gezeigt hat. Es liegt auf der Hand, daß der Fonds voll in den Dienst des Bemühens um eine 'symmetrische' Handhabung der Geldpolitik in der Gemeinschaft gestellt würde. Eine auf die 'hard ECU' ausgerichtete gemeinsame Geldpolitik unter der Regie des Fonds ginge deshalb primär zu Lasten der Handlungsfähigkeit der Bundesbank und, je nach den Ergebnissen, zu Lasten der Geldwertstabilität in Deutschland.

Neben den direkten und auf 'peer pressure' beruhenden indirekten geldpolitischen Einflußmöglichkeiten verdienen etwaige Wechselkurs- und Devisenmarktpolitische Kompetenzen des Fonds gerade auch aus Sicht der Bundesbank die größte Aufmerksamkeit. Der britische 'hard ECU'-Plan sieht ausdrücklich vor, daß der ECOFIN-Rat einstimmig und nach Konsultation des Währungsausschusses darüber entscheiden kann, welche zusätzlichen Aufgaben dem Fonds übertragen werden sollen. Die Kommission soll berechtigt sein, dem Rat zusätzliche Aufgaben für den Fonds vorzuschlagen. Die ergänzenden Kommentare sprechen ausdrücklich von Aufgaben, die mit der Handhabung des EWS-Wechselkursmechanismus und der Koordinierung von Devisenmarktinterventionen zu tun haben.

Die bereits erwähnte Teilnahme der 'hard ECU' am Wechselkursmechanismus gäbe dem Fonds ex definitione das Recht, in nationalen Währungen gegen 'hard ECU' zu intervenieren. Zusätzliche Kompetenzen würden sich auf die Interventionspolitik gegenüber Drittwährungen und deren Koordinierung erstrecken. Auch hier bestünde das Ziel darin, der 'hard ECU' mit Hilfe des Fonds im Laufe der Zeit eine Schlüsselrolle zu sichern, vornehmlich zu Lasten der DMark und ihres besonderen Verhältnisses zu den wichtigen internationalen Reserve- und Interventionswährungen Dollar und Yen. Lange

bevor dies erreicht würde, ergäben sich Rückwirkungen auf den Wechselkurs der DMark und damit indirekt auch für die Geldpolitik der Bundesbank, deren Tragweite nur schwer abzuschätzen ist.

Schlußbemerkungen

Aus der Sicht der Bundesbank ist der britische 'hard ECU'-Plan vor allem deshalb abzulehnen, weil die Schaffung eines Europäischen Währungsfonds mit eigenständigen geld- und devisenpolitischen Handlungsmöglichkeiten beinahe zwangsläufig zu Konflikten mit der Bundesbank führen müßte. Quelle solcher Konflikte wäre weniger das Durchsetzungs- und Verdrängungspotential der 'hard ECU' gegenüber der DMark als vielmehr die Fähigkeit des Fonds, mit seiner 'hard ECU'-Politik geld- und devisenmarktpolitisch auf die Geldpolitik der Bundesbank einzuwirken. Das Nebeneinander nationaler Zentralbanken und des Fonds würde in einer zweiten Stufe im übrigen eine "Grauzone" geld- und währungspolitischer Verantwortung in Europa schaffen, die mit der Unabhängigkeit der Bundesbank nicht vereinbar wäre. Die für eine dritte Stufe vorgesehene Alleinverantwortung eines unabhängigen Europäischen Zentralbanksystems, das primär dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet ist, würde überdies in Frage gestellt. Unterstützung verdient allenfalls die bereits von der Bundesbank

ins Gespräch gebrachte Möglichkeit, die Korb-ECU "zu härten", in dem ihre Korbbzusammensetzung bei jedem künftigen 'realignment' so geändert wird, daß ihr Wert gegenüber der jeweils stärksten Währung unverändert bleibt.

ECB-PUBLIC