

Scheide, Joachim; Solveen, Ralph

**Working Paper — Digitized Version**

## Auf dem Weg zum Euro - Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und Konjunktur

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 292

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Scheide, Joachim; Solveen, Ralph (1997) : Auf dem Weg zum Euro - Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und Konjunktur, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 292, ISBN 3894561394, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/936>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Auf dem Weg zum Euro — Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und Konjunktur

von Joachim Scheide und Ralph Solveen

### AUS DEM INHALT

- Die Europäische Währungsunion (EWU) soll am 1. Januar 1999 starten. Nicht auszuschließen ist, daß die Kriterien des Maastrichter Vertrags bei der Entscheidung über den Teilnehmerkreis Anfang 1998 großzügig gehandhabt werden und damit die Zahl der Teilnehmer hoch sein wird. Eine strikte Auslegung, wie vielfach versprochen, scheint nicht realisiert zu werden. Denn dann müßten schon jetzt mehrere Länder als ausgeschlossen gelten. Für die Annahme, die Kriterien würden nicht streng eingehalten, spricht nicht zuletzt auch die weitgehende Konvergenz bei den Kapitalmarktzinsen.
- Der Umtauschmodus der Währungen beim Übergang in die Währungsunion sollte frühzeitig bekanntgegeben werden. Es bietet sich an, dies spätestens bei der Entscheidung über den Teilnehmerkreis zu tun. Die beiden realistischen Möglichkeiten, die bestehenden EWS-Leitkurse zu übernehmen oder die Umtauschkurse nach einem Durchschnittsverfahren zu berechnen, sind im Prinzip ähnlich; die Kurse werden vermutlich auch nicht erheblich voneinander abweichen. Der Vorteil des Leitkursverfahrens besteht darin, daß die Umtauschkurse vorab bekannt sind, während sie sich bei der Alternative erst allmählich herausbilden. Spekulative Attacken sind bei beiden Varianten aussichtslos, sofern die Ankündigung der Regierungen hinsichtlich des Umtauschverfahrens glaubhaft ist.
- Die Differenzen zwischen den nationalen Geldmarktinzinsen können schon vor Beginn der einheitlichen Geldpolitik abgebaut werden, wenn der Teilnehmerkreis feststeht. Deshalb ist es wahrscheinlich, daß es 1998 zu erheblichen Zinssenkungen in den Ländern kommt, die derzeit noch relativ hohe Renditen für Geldmarktanlagen haben. Die Konjunktur in Europa wird dadurch einen nochmaligen Schub erhalten. Die Kosten sind für die Hochzinsländer relativ gering, denn das Risiko einer Abwertung besteht nicht mehr und die Preiswirkungen der expansiveren Geldpolitik werden erst später in der Währungsunion auftreten und damit auf alle Länder verteilt.
- Mit der insgesamt expansiveren Geldpolitik werden die europäischen Währungen gegenüber Drittwährungen an Wert verlieren. Die langfristigen Zinsen dürften anziehen, denn aller Erfahrung nach ist bei einem solchen Kurs der Geldpolitik mit einem stärkeren Preisaufrieb zu rechnen. Auch wenn nicht zu erwarten ist, daß sich die Inflation massiv beschleunigt, wird sie doch höher sein als von der Deutschen Bundesbank angestrebt.
- Damit besteht die Gefahr, daß es bereits im Vorfeld der EWU zu Konflikten über den geeigneten geldpolitischen Kurs in Europa kommt. Auf der einen Seite werden diejenigen Regierungen und Zentralbanken stehen, die sich ohnehin eine expansivere Geldpolitik — nicht zuletzt im Hinblick auf die schlechte Arbeitsmarktlage — und einen schwachen Euro wünschen. Auf der anderen Seite werden diejenigen stehen, die versuchen, das Preisniveau stabil zu halten, um der Europäischen Zentralbank nicht die Hypothek zu hinterlassen, schon früh einen restriktiven Kurs einschlagen zu müssen. Der Ausgang dieser Konflikte wird Auskunft darüber geben, wie es um die Stabilität des Euro bestellt sein wird.
- Das Mißtrauen gegenüber dem Versprechen, die EWU werde eine Stabilitätsgemeinschaft sein, läßt sich nur beseitigen, wenn die Kriterien des Maastrichter Vertrags strikt angewendet werden und die Geldpolitik schon vor Beginn der Währungsunion jede Gefahr einer Beschleunigung des Preisaufriebs vermeidet. Wegen der offensichtlich bestehenden Auffassungsunterschiede und der nach wie vor fehlenden Konvergenz bei den Kriterien erscheint die Verschiebung der EWU immer noch als die beste Lösung.

## Inhalt

<b>I. Wie groß wird die Zahl der Teilnehmer sein?</b> .....	4
1. Voraussichtliche Entscheidungssituation im Frühjahr 1998 .....	4
2. Großer Teilnehmerkreis wahrscheinlich .....	5
<b>II. Konsequenzen aus der Festlegung der Umtauschkurse</b> .....	6
1. EWS-Leitkurse: Der beste Weg.....	7
2. Durchschnittskursverfahren: Umstellungskurse bleiben bis zum Schluß offen .....	9
3. Glaubhafte Ankündigung schließt spekulative Attacken aus .....	11
<b>III. Konsequenzen für die Geldpolitik in den Teilnehmerländern</b> .....	12
1. Neue Rahmenbedingungen für die Geldpolitik: Anreize für eine Lockerung sind groß	12
2. Drei Szenarien für die Zinspolitik .....	13
3. Wahrscheinlichstes Szenario: Geldpolitik wird expansiver .....	14
<b>IV. Konsequenzen für die Konjunktur und die Preisentwicklung in Europa</b> .....	14
1. Konjunktur erhält Schub .....	14
2. ... und die Inflation zieht leicht an .....	14
3. Konflikte über den richtigen Kurs der Geldpolitik vorprogrammiert .....	15
<b>Anhang: Mögliche Auswirkungen der bevorstehenden Währungsunion auf die Politik einer Zentralbank</b> .....	17
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	21

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

**Scheide, Joachim:**

Auf dem Weg zum Euro - Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und  
Konjunktur / von Joachim Scheide und Ralph Solveen.

Institut für Weltwirtschaft, Kiel. - Kiel : Inst. für Weltwirtschaft, 1997

(Kieler Diskussionsbeiträge ; 292)

ISBN 3-89456-139-4

NE: Solveen, Ralph.; GT

©

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

D-24100 Kiel

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht  
gestattet, den Band oder Teile daraus  
auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

ISSN 0455 - 0420

Die Europäische Währungsunion wird mit hoher Wahrscheinlichkeit am 1. Januar 1999 starten. Der Beschluß über die teilnehmenden EU-Staaten soll im Frühjahr 1998 erfolgen. Zu den wichtigsten noch zu klärenden Modalitäten gehört die Methode, nach der die Umtauschkurse der Währungen der EWU-Mitgliedstaaten festgelegt werden. Wie immer diese Entscheidungen auch ausfallen werden, sie haben erhebliche Konsequenzen für die Entwicklung der Zinsen und der Wechselkurse und damit für die konjunkturelle Entwicklung in den europäischen Ländern. Effekte sind bereits vor dem Frühjahr 1998 möglich, da die Finanzmärkte und die Devisenmärkte die zu fällenden Entscheidungen so gut wie möglich antizipieren werden. Dies war schon in der jüngeren Vergangenheit zu beobachten. So hat sich seit Anfang 1995 bei den Kapitalmarktzinsen europaweit eine erhebliche Konvergenz ergeben, die zum Teil auch darauf beruht, daß sich die Inflationsraten angenähert haben. In einer Reihe von Ländern — Belgien, Frankreich, den Niederlanden und Österreich — liegen die Renditen mittlerweile auf fast demselben Niveau wie in Deutschland. Selbst in Ländern, die zuvor eher als wenig stabilitätsorientiert galten, hat sich der Abstand erheblich verringert: Betrug in Italien die Differenz zu den Zinsen in Deutschland vor zwei Jahren noch sechs Prozentpunkte, ist sie inzwischen auf etwa eineinhalb Prozentpunkte geschrumpft. Dies ist ein Indiz dafür, daß aus der Sicht der Märkte die Wahrscheinlichkeit, Italien werde von Anfang an zur EWU gehören, gestiegen ist (Lapp et al. 1996). Die Tatsache, daß immer noch eine Differenz besteht, deutet allerdings darauf hin, daß die Zinsen in diesen Ländern eine Risikoprämie enthalten. Diese wird erst entfallen, wenn die Teilnahme an der EWU als sicher angesehen wird.

Mit Beginn der Währungsunion werden die langfristigen Zinsen in allen Teilnehmerländern weitgehend gleich sein. Bei den Geldmarktzinsen werden die Differenzen vollkommen verschwinden, da es eine einheitliche Geldpolitik geben wird. Die Arbitrage an den Märkten wird dafür sorgen, daß diese Identitäten schon vor Beginn der Währungsunion gegeben sein werden, möglicherweise sogar für eine längere Zeit. Dieser Prozeß wird spätestens nach dem Beschluß über den Teilnehmerkreis eingeleitet. Die Spekulation hierüber wird aber vermutlich schon vorher einsetzen. Die Wahrscheinlichkeit, mit der die Märkte die Teilnahme eines bestimmten Landes an der Währungsunion erwarten, wird Konsequenzen für den Kurs der Geldpolitik und damit für die kurzfristigen Zinsen in diesen Ländern haben. Allein deshalb kann es in nächster Zeit zu erheblichen Bewegungen der Zinsen kommen. Auch werden die Märkte über die Umtauschrelationen der Wechselkurse spekulieren, denn die Marktteilnehmer werden versuchen, Vermögensverluste beim Übergang in die Währungsunion zu vermeiden bzw. Arbitragegewinne zu realisieren. Erfüllen sich allerdings die Markterwartungen bezüglich des Teilnehmerkreises nicht, so ist mit hektischen Bewegungen bei den Zinsen und bei den Wechselkursen derjenigen Länder zu rechnen, die nicht von Anfang an einbezogen werden. So oder so sind also die Konsequenzen aus der Entscheidung über die EWU für die konjunkturelle Entwicklung in den nächsten beiden Jahren erheblich.

Im folgenden werden mögliche Szenarien für die Zinsen und die Wechselkurse der EU-Länder untersucht. Auch wird diskutiert, welche Auswirkungen sich für den Außenwert der europäischen Währungen insgesamt gegenüber Drittwährungen ergeben können. Dies und die

Entwicklung der langfristigen Zinsen dürften maßgeblich davon abhängen, ob es allgemein zu einer expansiveren Geldpolitik kommt und entsprechend Gefahren eines stärkeren Preisauftriebs entstehen oder ob die Notenbanken in Europa versuchen, stabile Verhältnisse herzustellen, um der Europäischen Zentralbank nicht die Hypothek zu hinterlassen, schon früh einen restriktiven Kurs einschlagen zu müssen, um einen spürbaren Kaufkraftverlust des Euro zu vermeiden.

In diesem Beitrag wird versucht, das wahrscheinlichste Szenario für die Geldpolitik in den nächsten beiden Jahren abzuleiten. In Ab-

schnitt I wird erörtert, welchen Umfang der Teilnehmerkreis der EWU zu Beginn haben wird. Anschließend werden in Abschnitt II die verschiedenen Möglichkeiten zur Festlegung der Umtauschrelationen zwischen den nationalen Währungen verglichen und die Auswirkungen verschiedener geldpolitischer Verfahren beschrieben. Eine Aussage über den wahrscheinlichen Kurs der Geldpolitik im Jahr 1998 folgt in Abschnitt III. Die Auswirkungen einer solchen Politik auf die Konjunktur und die Inflation in Westeuropa werden abschließend diskutiert.

## I. Wie groß wird die Zahl der Teilnehmer sein?

Die Entscheidung darüber, welche Mitgliedsländer der Europäischen Union an der EWU von Beginn an teilnehmen, soll im Frühjahr 1998 fallen. Auf der Basis der Daten für das Jahr 1997 wird geprüft, ob die Konvergenzkriterien, die in Artikel 109j(1) des Vertrags von Maastricht genannt sind, von den einzelnen Ländern erfüllt werden.

### 1. Voraussichtliche Entscheidungssituation im Frühjahr 1998

Die meisten derzeitigen Prognosen laufen darauf hinaus, daß das Inflations- und das Zinskriterium von nahezu allen EU-Staaten erfüllt werden (Tabelle 1).<sup>1</sup> Allein für Griechenland wird eine zu hohe Inflationsrate erwartet.

Tabelle 1 — Prognose der Maastricht-Kriterien 1997 (vH)

	Kriterium				
	Inflation	Zinsen	Defizit	Verschuldung	Wechselkurs
Referenzwert:	3,1	7,9	-3,0	60	EWS-Teilnahme
Deutschland	1,5	6,1	-3,4	63	Ja
Frankreich	1,3	6,4	-3,2	57	Ja
Italien	2,5	7,7	-3,7	123	Nein
Vereinigtes Königreich	2,5	7,4	-3,7	57	Nein
Spanien	2,9	7,7	-3,4	69	Ja
Niederlande	2,1	6,1	-2,3	76	Ja
Belgien	1,9	6,2	-2,9	127	Ja
Schweden	2,1	7,1	-2,5	79	Nein
Österreich	1,8	5,1	-3,0	73	Ja
Dänemark	2,5	6,7	-0,4	70	Ja
Finnland	1,7	5,3	-1,7	60	Nein
Portugal	2,6	.	-2,9	68	Ja
Griechenland	7,2	.	-5,7	105	Nein
Irland	2,0	6,9	-1,1	76	Ja
Luxemburg	1,8	.	0,0	7	Ja

Quelle: OECD (1996).

Für insgesamt fünf Länder wird sich ergeben, daß das Wechselkurskriterium nicht erreicht wird, das eine Teilnahme am Wechselkursmechanismus des EWS in den zwei Jahren vor der Prüfung verlangt. Zu dieser Gruppe gehören auch Italien und Finnland, die erst im Herbst und nicht schon — wie es erforderlich gewesen wäre — im Frühjahr des Jahres 1996 beigetreten sind. Gleichwohl haben sie mit diesem Schritt beabsichtigt, sich die Teilnahme an der EWU offenzuhalten; unterstützt werden sie hierin durch die in der politischen Diskussion weit verbreitete „Lesart“, das Kriterium sei auch erfüllt, wenn man dem Wechselkursmechanismus spätestens zwei Jahre vor dem geplanten Start der Währungsunion beigetreten ist.

Im Hinblick auf das Kriterium einer „Haushaltssituation ohne übermäßiges Defizit“ hat es in den vergangenen Jahren teilweise erhebliche Fortschritte gegeben. Dennoch dürften die Referenzwerte von 3 vH bzw. 60 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für das Budgetdefizit und den Schuldenstand des Staates von vielen Ländern auch 1997 überschritten werden. Der Maastrichter Vertrag läßt aber im Hinblick auf dieses Kriterium einen erheblichen Interpretationsspielraum, so daß die Aufnahme auch solcher Mitglieder, die die Werte beträchtlich verfehlen, keinen formalen Verstoß gegen den Vertrag bedeuten würde.<sup>2</sup> Ob das über den eigentlichen Vertragsinhalt hinausgehende Versprechen eingehalten wird, die Referenzwerte sollen strikt erfüllt werden, ist nicht sicher. Wäre dies der Fall, könnte man schon jetzt die Teilnahme mehrerer Länder an der Währungsunion ausschließen. So wären Länder nicht qualifiziert, die die 3-Prozent-Marke beim Budgetdefizit überschreiten oder sie — zum Teil nach einem großen Kraftakt — nur im Jahr 1997 erreichen. Letzteres genügt nämlich — der Interpretation der Vertragsbestimmungen beispielsweise durch das Europäische Währungsinstitut (EWI 1996:III) folgend — nicht, um eine als mittelfristig tragbar zu bezeichnende Haushaltssituation aufzuweisen. So wäre nicht klar, daß beispielsweise Italien das Kriterium erfüllt, wenn es 1997 die Defizitquote auf 3 vH senken kann, da dies hauptsächlich durch ein-

malige Aktionen (z.B. Euro Steuer) erreicht würde. Ändert sich der Kurs der Finanzpolitik nicht grundlegend, besteht nämlich die Gefahr, daß das Defizit in nächster Zeit wieder deutlich steigt. In den Vorjahren war die Quote in Italien wesentlich höher; zuletzt (1996) lag sie bei 7,4 vH.

Aber auch in bezug auf andere Kriterien scheint sich eine Aufweichung anzukündigen. Denn folgt man dem Text des Vertrags, bräuhete über eine Teilnahme Italiens, Finnlands, Schwedens, Griechenlands und des Vereinigten Königreichs zum 1. Januar 1999 gar nicht diskutiert zu werden, da sie nicht oder nicht rechtzeitig dem EWS beigetreten sind. In der politischen Diskussion ist nicht präzisiert worden, wie die Auslegung der Vertragsbestimmungen erfolgt und ob alle Kriterien bei der Prüfung strikt eingehalten sein müssen.<sup>3</sup>

## 2. Großer Teilnehmerkreis wahrscheinlich

In der Praxis sind aber solche Entscheidungen noch nicht vorgenommen worden. Kein Land gilt von vornherein als ausgeschlossen. Es hat von politischer Seite keine Erklärungen derart gegeben, daß die Länder, die die Kriterien bei strikter Interpretation mit Sicherheit nicht erfüllen werden, an der EWU nicht teilnehmen können. Dies öffnet einer vornehmlich politischen Entscheidung Tür und Tor, bei der viele Faktoren eine Rolle spielen können. In der Öffentlichkeit und an den Finanzmärkten wird anscheinend mit einer großzügigen Auslegung der Kriterien gerechnet — welche Gründe hierfür auch immer ausschlaggebend sein mögen. Denn erstens sind die Wechselkurse aller betroffenen Länder weitgehend stabil geblieben — bzw. hat sich beispielsweise die italienische Lira merklich aufgewertet —, und zweitens hat sich die Konvergenz bei den langfristigen Zinsen fortgesetzt. Offenbar wird also das Versprechen, die Referenzwerte würden strikt angewendet, nicht ernst genommen.

Zu den wichtigen Streitfragen bei der Entscheidung wird gehören, ob Italien an der EWU von Beginn an teilnimmt. Daran besteht nicht

nur in diesem Land selbst ein großes Interesse. Italien auszuschließen wird schwierig sein, wenn bei anderen Ländern die Kriterien großzügig ausgelegt werden.<sup>4</sup> Zudem dürfte von der italienischen Regierung das Argument vorgebracht werden, daß Italien als Gründungsmitglied der Europäischen Gemeinschaft ein „Anrecht“ darauf hat, von Anfang an in die EWU aufgenommen zu werden. Geschieht dies, wird man auch Spanien und Portugal, die ebenfalls eine Mitgliedschaft ausdrücklich anstreben und bei nahezu allen Kriterien bessere Ergebnisse als Italien aufweisen, nicht ausschließen können. Als ziemlich sicher scheint zu gelten, daß Griechenland nicht die sofortige Teilnahme wünscht, ebenso gibt es im Vereinigten Königreich, in Dänemark und wohl auch in Schweden Vorbehalte.

Somit erscheint es angebracht zu untersuchen, welche Auswirkungen auf Zinsen und Wechselkurse zu erwarten sind, wenn es zu ei-

ner großen Währungsunion kommt, d.h. mit einem Teilnehmerkreis, der zehn bis zwölf Staaten umfaßt. Wird die Erwartung eines großen Teilnehmerkreises nicht erfüllt, ergeben sich andere Konsequenzen für Zinsen und Wechselkurse.<sup>5</sup> Insbesondere ist dann zu erwarten, daß die Währungen der ausgeschlossenen Länder erheblich unter Druck geraten und die langfristigen Zinsen, die zuvor stärker gesunken waren als im übrigen Europa, deutlich steigen. Vermutlich werden die jeweiligen Zentralbanken darauf mit einem restriktiven Kurs reagieren. All diese Effekte dürften um so stärker ausfallen, je später bzw. je überraschender die Entscheidung gegen diese Länder fällt. Möglicherweise gehen solche Überlegungen auch in das Kalkül ein, wenn über die Teilnahme an der EWU entschieden wird, d.h., man könnte anstreben, den Kreis groß zu halten, gerade um solche Turbulenzen zu vermeiden.

## II. Konsequenzen aus der Festlegung der Umtauschkurse

Die Wechselkurse zwischen den Währungen der an der EWU teilnehmenden Staaten werden am ersten Tag der dritten Stufe unwiderruflich festgelegt; dies wird — so die Annahme hier — am 1. Januar 1999 der Fall sein. Derzeit ist noch nicht entschieden, wie die Umtauschkurse der einzelnen Währungen gebildet werden, auch der Zeitpunkt der Bekanntgabe des Verfahrens ist noch offen. Die einzige Bedingung, die laut Maastrichter Vertrag erfüllt sein muß, besagt, daß sich bei dem Übergang zur einheitlichen Währung der Außenwert des Euro nicht ändert (Artikel 109e (4)): „Am ersten Tag der dritten Stufe ... wird die ECU zu einer eigenständigen Währung. Diese Maßnahme ändert als solche nicht den Außenwert der ECU“.<sup>6</sup>

Ohne weiteres wäre diese Bedingung des Vertrags erfüllt, wenn einfach die Marktkurse, die sich am letzten Handelstag des Jahres 1998 einstellen, als Umstellkurse zwischen den einzelnen Währungen übernommen würden. Damit würde es den Devisenmärkten überlassen, die Relationen der Währungen der Teilnehmerstaa-

ten festzulegen. Diese Variante ist jedoch am wenigsten wahrscheinlich, gleichgültig, ob man dies Verfahren frühzeitig oder erst sehr spät ankündigt. Denn es wäre zu erwarten, daß es zu spekulativen Transaktionen kommt, wenn die Umtauschkurse bis zuletzt offen blieben. Die Marktteilnehmer könnten nämlich testen, ob die Zentralbanken tatsächlich bereit sind, eine Währung zu stützen. Die Erfahrung zeigt, daß solche Einweg-Spekulationen meist aufgehen, denn es werden mit hoher Wahrscheinlichkeit Gewinne gemacht. Außerdem könnten die einzelnen Staaten selbst zur Spekulation einladen, indem sie den Kurs ihrer Währungen in einem Abwertungswettlauf herunterreden, um sich einen vermeintlich günstigeren Wechselkurs beim Eintritt in die EWU zu verschaffen. Dies wäre kein guter Start für eine stabile Währung. Nicht zuletzt würde man das Kriterium der Wechselkursstabilität sozusagen im nachhinein verletzen, denn es könnten sich durchaus sehr große Kursänderungen ergeben. Unwahrscheinlich ist auch eine neue Verhandlungsrunde über



die Höhe der Wechselkurse, etwa im Frühjahr 1998. Erstens wird es sehr schwierig sein, hier einen Konsens zu finden, da die Länder unterschiedliche Vorstellungen über den „richtigen“ Wechselkurs haben bzw. sich selbst einen günstigen Umtauschkurs wünschen. Zweitens würde ein solches Vorgehen ebenfalls Anlaß zu Spekulationen geben und möglicherweise zu großen Ausschlägen bei den Wechselkursen führen.

Realistisch sind zwei andere Varianten: Die Übernahme der EWS-Leitkurse oder die Berechnung der Umtauschkurse als Durchschnitt über einen bestimmten Zeitraum.<sup>7</sup> Es spricht vieles dafür, das anzuwendende Verfahren rechtzeitig anzukündigen; dies sollte spätestens bei der Entscheidung über die Teilnehmer der Währungsunion erfolgen.<sup>8</sup> Nicht zu empfehlen wäre, das gewählte Vorgehen erst zum Zeitpunkt des Übergangs in die Währungsunion bekanntzugeben. Erstens wäre es schädlich, die Marktteilnehmer bezüglich des Umstellungsmodus im unklaren zu lassen; dies würde die Sicherheit bei der Planung unnötig beeinträchtigen. Zweitens würden die Finanzmärkte versuchen herauszufinden, welcher Kurs von den Zentralbanken gestützt wird. Und drittens wäre es wahrscheinlich, daß — sollte die Unsicherheit doch bis zu einem gewissen Grad bestehen — am letzten Handelstag die Marktkurse nicht den geplanten Umtauschverhältnissen entsprechen. Wird das Verfahren der Umstellung hingegen frühzeitig angekündigt, stellen sich auf jeden Fall am letzten Handelstag des Jahres 1998 die Wechselkurse so ein, daß sie den Umstellungskursen präzise entsprechen. Dies ist als Ergebnis der Arbitrage zu erwarten. Andernfalls würden die Marktteilnehmer einen sicheren Vermögensverlust erleiden, wenn sie beispielsweise am 31. Dezember 1998 eine Währung zu einem Kurs kaufen, der höher ist als derjenige, der nach dem Umtausch gilt.

## 1. EWS-Leitkurse: Der beste Weg

Bei der Umsetzung des Vorschlags, die derzeitigen EWS-Leitkurse als Umtauschverhältnisse zu verwenden, gäbe es einen reibungslo-

sen Übergang vom EWS in die Währungsunion. Ohnehin sieht das Kriterium bezüglich der Wechselkursstabilität vor, daß die Kurse längere Zeit ohne große Schwierigkeiten im EWS eingehalten worden sein müssen; dies trifft für die meisten Währungen zu. Auch scheinen diese Paritäten nicht allzu weit von den „Gleichgewichtskursen“ entfernt zu sein, wenn man die Kaufkraftparitäten zugrundelegt. Ferner wären die Umtauschkurse frühzeitig bekannt. Wie sich die tatsächlichen Wechselkurse zwischen dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Verfahrens und dem Beginn der Währungsunion entwickeln werden, läßt sich aus folgenden Überlegungen ableiten.

Die Märkte werden dafür sorgen, daß die Wechselkurse zwischen den an der Währungsunion teilnehmenden Währungen am letzten Tag des Jahres 1998 genau den Leitkursen des EWS entsprechen. Zuvor können die Wechselkurse von diesen abweichen, und zwar dann, wenn es zwischen den einzelnen Ländern Differenzen bei den Geldmarktzinsen gibt. Liegen diese in Land X über denjenigen in Land Y, so muß für die Währung des Landes X für den Zeitraum, für den die Zinsen gezahlt werden, eine Abwertung erwartet werden, die der Renditedifferenz zwischen Anlagen in den beiden Währungen entspricht (sog. ungedeckte Zinsparität). Aus diesen beiden Bedingungen — am 31. Dezember 1998 muß der Wechselkurs gleich dem jeweiligen Leitkurs sein, und den Zinsdifferenzen müssen entsprechend hohe Abwertungserwartungen gegenüberstehen — folgt, daß sich das Austauschverhältnis einer Währung zur D-Mark für einen bestimmten Zeitpunkt ( $W_t$ ) zwischen Verkündung der Umstellungsmodalitäten und der Umstellung auf den Euro aufgrund folgender Formel ergibt:

$$[1] \quad W_t = W_L \cdot ERD_t, \quad \text{mit} \quad ERD_t = \prod_{i=t}^T \frac{E[1+r_i]}{E[1+r_i^{DM}]}$$

$W_L$  steht hier für den EWS-Leitkurs der betrachteten Währung zur D-Mark,  $ERD$  für die erwartete Renditedifferenz<sup>9</sup> von Anlagen in dem betreffenden Land zu solchen in Deutschland vom Zeitpunkt  $t$  bis zum Umstellungs-

termin  $T$ , dem 1. Januar 1999, und  $r_i$  und  $r_i^{DM}$  für die Zinssätze in den beiden Ländern in Periode  $i$ .

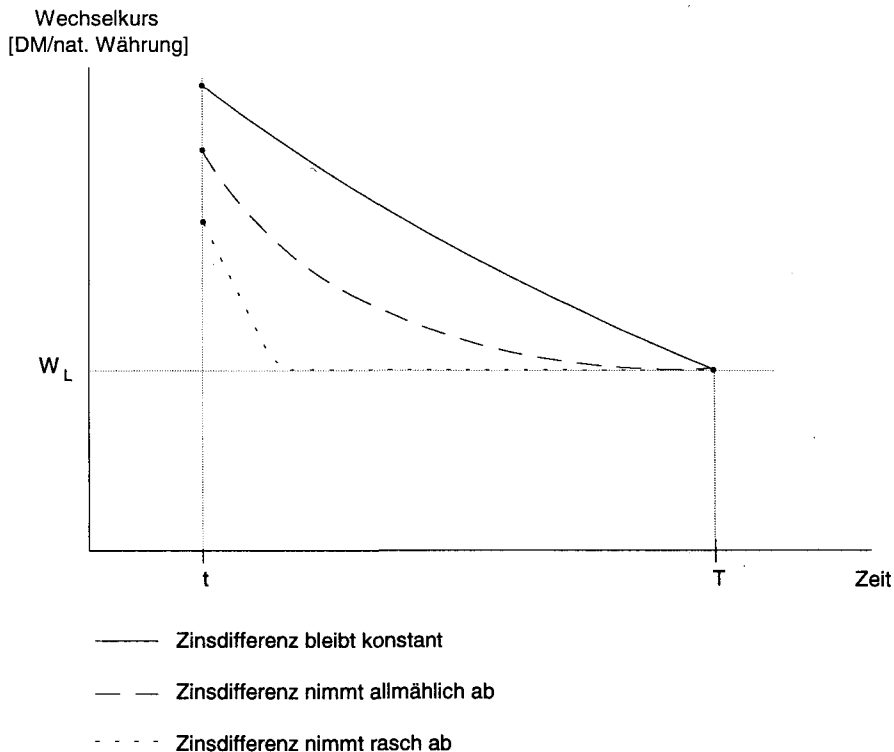
Die Entwicklung der Wechselkurse bis zum Starttermin hängt wesentlich von der Politik der Notenbanken ab. Ausgangspunkt der Betrachtung sei, daß die Zinsen in Deutschland niedriger sind als in dem betrachteten Land. Der D-Mark-Kurs der entsprechenden Währung liegt also in einem Ausmaß über dem entsprechenden Leitkurs, das sich aus der erwarteten weiteren Entwicklung der Zinsdifferenz ergibt.

In Schaubild 1 sind drei mögliche Szenarien der Anpassung des Wechselkurses wiedergegeben, denen Extremfälle für die Zinspolitik zugrunde liegen. Die durchgezogene Linie zeigt die Entwicklung des Wechselkurses für den Fall, daß die Zinsdifferenz zwischen den Ländern über die gesamte Periode unverändert bleibt. Der Abstand zwischen dem tatsächlichen Wechselkurs und dem Umtauschkurs wird im Zeitablauf geringer. Der Verlauf ist annähernd linear.<sup>10</sup> Der Wechselkurs würde sich

wie durch die gestrichelte Linie gekennzeichnet entwickeln, wenn die Zinsdifferenz gleichmäßig zurückgeführt wird. In dem Land mit den höheren Zinsen werden die kurzfristigen Zinsen also stetig gesenkt, bis sie am 31. Dezember 1998 das Niveau erreichen, das in Deutschland herrscht — vorausgesetzt, dort bleiben die Zinsen unverändert. Dies hat zur Folge, daß sich der Abstand zwischen dem aktuellen Wechselkurs und dem Leitkurs zunächst sehr deutlich, dann aber immer langsamer verringert. Die gepunktete Linie letztlich steht für das Szenario, bei dem die Zinsdifferenz sehr schnell beseitigt wird. In diesem Fall würde sich auch der Wechselkurs dem Leitkurs rasch annähern.

Es wird in Schaubild 1 davon ausgegangen, daß die entsprechende Zinspolitik der Notenbank auch in dieser Form vorhergesehen wird und die Erwartungen im Verlauf der Zeit nicht revidiert werden müssen. Bei solchen Änderungen würde es zu stärkeren und ruckartigen Bewegungen des Wechselkurses kommen. Wird die Zinsdifferenz z.B. verringert, während von

Schaubild 1 — Leitkursverfahren: Entwicklung des Wechselkurses bei verschiedenen geldpolitischen Szenarien



den Märkten erwartet wurde, daß sie konstant bleibt, wird der Wechselkurs aufgrund von zwei Effekten merklich zurückgehen: Zum einen verringert sich die antizipierte Renditedifferenz, auch wenn man unterstellt, daß die Zinsdifferenz auf dem dann erreichten Niveau konstant gehalten wird; zum anderen dürften die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Geldpolitik derart geändert werden, daß weitere Verringerungen der Zinsdifferenz für wahrscheinlich gehalten werden.

## 2. Durchschnittskursverfahren: Umstellungskurse bleiben bis zum Schluß offen

Ein anderer Vorschlag lautet, die Umtauschkurse so zu ermitteln, daß sie dem Durchschnitt der Wechselkurse innerhalb eines bestimmten Zeitraums, beispielsweise über zwei Jahre vom 1. Januar 1997 bis zum 31. Dezember 1998, entsprechen. Würde dieses Verfahren gewählt und frühzeitig angekündigt, könnten sich die Umtauschkurse durchaus auf einem Niveau einstellen, das dem der EWS-Mittelkurse ähnlich ist. Ein Vergleich der aktuellen Wechselkurse mit den Leitkursen (Tabelle 2) zeigt, daß die Unterschiede für viele Währungen sehr gering sind, vereinzelt bis zu maximal 2 vH (z.B. bei der Finnmark) ausmachen.<sup>11</sup> Lediglich das Irische Pfund ist gegenüber dem Mittelkurs merklich — um etwa 8 vH — höher bewertet. Der Nachteil gegenüber der Umstellung auf Basis der Leitkurse ist, daß sich die Wechselkurse bis

zum Beginn der dritten Stufe noch deutlich ändern können. Auch sind die Umstellungskurse nicht — wie bei dem Leitkursverfahren — schon vorab bekannt. Denn der Durchschnittskurs für den Zeitraum bis Ende 1998 ergibt sich aus dem Zusammenspiel zwischen den Entscheidungen über die kurzfristigen Zinsen und den sich daraus ergebenden Wechselkursen.

Wie beim Leitkursverfahren gilt auch bei dieser Vorgehensweise, daß bei einer erwarteten positiven Renditedifferenz in einem Land gegenüber deutschen Anlagen die jeweilige Währung über dem zu erwartenden Umstellungskurs notieren muß. Bezeichnet man diesen mit  $W_D$ , ergibt sich analog zu Gleichung [1] folgende Formel für den Wechselkurs zum Zeitpunkt  $t'$ :

$$[2] \quad W_{t'} = W_D \cdot ERD_{t'} \quad \text{mit} \quad ERD_{t'} = \prod_{i=t'}^T \frac{E[1+r_i]}{E[1+r_i^{DM}]}$$

Der endgültige Umtauschkurs wird durch die Entwicklung des Wechselkurses bis zum 31. Dezember 1998 beeinflusst. Die Periode für die Berechnung des Durchschnitts beginnt zu einem Zeitpunkt 0, bei der Durchschnittsberechnung über zwei Jahre also am 1. Januar 1997; sie endet mit dem Zeitpunkt der Umstellung  $T$  beim Übergang in die Währungsunion am 1. Januar 1999. Zu einem bestimmten Zeitpunkt  $t$  ergibt sich der erwartete Umtauschkurs aus der gewichteten Summe der Durchschnitte der Perioden zwischen 0 und  $t$  ( $W_{D1}$ ) sowie zwischen  $t$  und  $T$  ( $W_{D2}$ ):

Tabelle 2 — Aktuelle Wechselkurse und EWS-Leitkurse gegenüber der D-Mark

Währung <sup>a</sup>	Kurs am 31. Januar 1997	EWS-Leitkurs
Belgischer Franc	4,85	4,85
Dänische Krone	26,21	26,22
Finnmark	33,53	32,89
Französischer Franc	29,62	29,82
Irisches Pfund	2,59	2,41
Italienische Lira	1,01	1,01
Holländischer Gulden	89,03	88,75
Österreichischer Schilling	14,21	14,21
Portugiesischer Escudo	1,00	0,98
Spanische Peseta	1,18	1,18

<sup>a</sup>Jeweils 100 Einheiten außer bei dem Irischen Pfund (1) und bei der Italienischen Lira (1 000). Kurse jeweils gerundet.

$$[3] \quad W_D = g_1 W_{D1} + g_2 W_{D2}$$

mit  $g_1 = t/T$  und  $g_2 = (T-t)/T$ .

Der Durchschnitt für die erste Teilperiode,  $W_{D1}$ , ist bekannt, ebenso sind die Gewichte  $g_1$  und  $g_2$  gegeben. Offen ist die Höhe des Kurses  $W_{D2}$ ; er ergibt sich aus dem Durchschnitt der Wechselkurse in dem Zeitraum zwischen dem Zeitpunkt  $t$  und dem Umstellungstermin  $T$ . Es gilt also:

$$[4] \quad W_{D2} = \frac{\sum_{r=t}^T W_r}{T-t} = \frac{W_D \sum_{r=t}^T ERD_r}{T-t}$$

$$\text{mit } ERD_r = \prod_{i=r}^T \frac{E[1+r_i]}{E[1+r_i^{DM}]}$$

Setzt man Ausdruck [4] in Gleichung [3] ein, so erhält man:

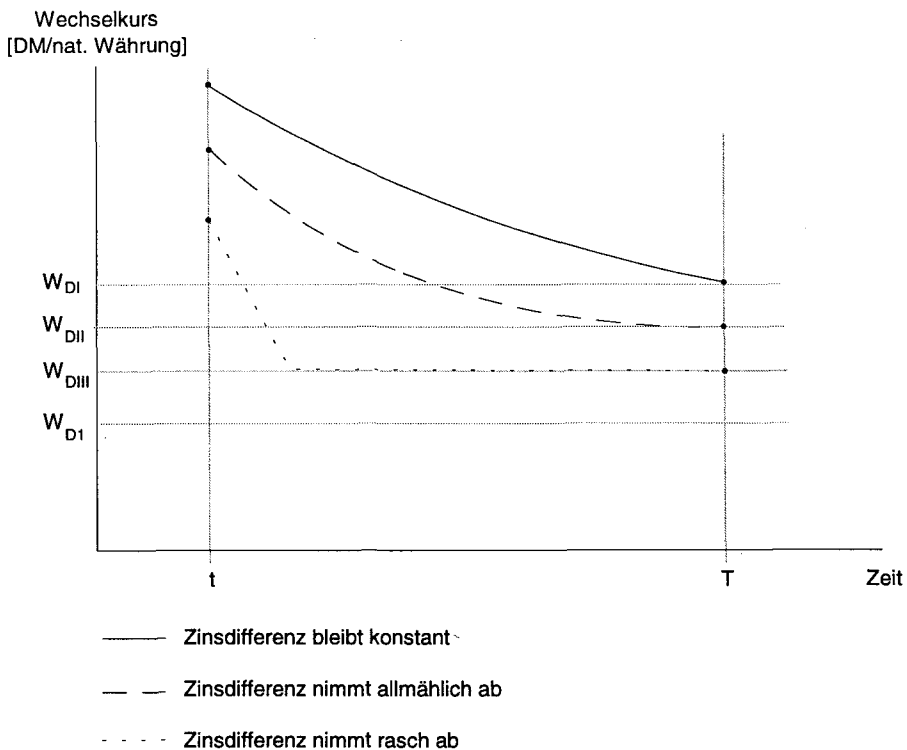
$$[5] \quad W_D = g_1 W_{D1} + g_2 \frac{W_D \sum_{r=t}^T ERD_r}{T-t}$$

Durch Einsetzen der Ausdrücke für  $g_1$  und  $g_2$  und Auflösen der Gleichung nach  $W_D$  ergibt sich folgende Formel für den Umstellungskurs:

$$[6] \quad W_D = W_{D1} \frac{t}{T - \sum_{r=t}^T ERD_r}$$

Wenn wiederum dieselben drei Szenarien bezüglich der Zinspolitik unterstellt werden wie im vorangegangenen Abschnitt II.1, ähnelt die Entwicklung der Wechselkurse bis zum Zeitpunkt der Umstellung derjenigen beim Leitkursverfahren (Schaubild 2). Bleibt der Zinsunterschied zwischen dem betreffenden Land und Deutschland konstant, nähert sich der Wechselkurs allmählich dem späteren Umstellungsverhältnis (durchgezogene Linie). Dieser Kurs liegt bei der hier unterstellten Entwicklung der Zinsen bei  $W_{D1}$ . Die gestrichelte Linie zeigt die Entwicklung bei einer stetigen Verringerung der Zinsdifferenz bis zum Umstellungstermin. Sie verläuft wie in dem ver-

Schaubild 2 — Durchschnittskursverfahren: Entwicklung des Wechselkurses bei verschiedenen geldpolitischen Szenarien



gleichbaren Szenario in Schaubild 1 hyperbelförmig. Die Währungen werden zu einem Kurs von  $W_{DII}$  umgestellt, der geringer ist als  $W_{DI}$ . Ein rascher Abbau der Zinsdifferenz führt zu dem niedrigsten Kurs  $W_{DIII}$ .<sup>12</sup>

Damit wird der wichtigste Unterschied zwischen diesem Verfahren und dem Leitkursverfahren deutlich: Bei dem Durchschnittskursverfahren hat die Geldpolitik über ihre Zinssetzung einen Einfluß auf den letztendlich realisierten Umtauschkurs. Dies dürfte die Entscheidungen der Notenbanken in dem Zeitraum zwischen der Festlegung der Umstellungsmodalitäten und Ende 1998 beeinflussen. Um ein Urteil darüber zu fällen, ob dies zu einer expansiveren Politik der Notenbanken führen wird, bedarf es Annahmen bezüglich der Präferenzen der geldpolitischen Entscheidungsträger (vgl. den folgenden Abschnitt III). Ansonsten ergeben sich zahlreiche Parallelen zwischen den beiden Verfahren, so daß die Ergebnisse der folgenden Diskussion für beide Varianten zutreffen.

### 3. Glaubhafte Ankündigung schließt spekulative Attacken aus

Je nach Art der Zinspolitik in den einzelnen Ländern ergeben sich also unterschiedliche Verläufe für die Wechselkurse bis zum Ende des Jahres 1998. Der Vorteil des Leitkursverfahrens besteht darin, daß die Umstellungskurse frühzeitig bekannt sind und damit auch die Werte, auf die sich die Kurse zubewegen. Dagegen variiert beim Durchschnittskursverfahren das Umtauschverhältnis mit der Zinsentwicklung, es steht also erst Ende 1998 endgültig fest. Mit dem Leitkursverfahren ist ferner nicht nur der Umstellungskurs, sondern auch der Ter-

minkurs für den Zeitpunkt des Beginns der Währungsunion gegeben. Dies hätte den Vorteil, daß die Planungssicherheit erhöht wird, was allerdings kaum ins Gewicht fällt, wenn der Durchschnittskurs nicht wesentlich davon abweicht.

Bei beiden Verfahren ist die Gefahr spekulativer Attacken gering. Sie hätten nur Erfolg, wenn es den Marktteilnehmern gelänge, die Zentralbanken zu einer Änderung des Verfahrens und damit der Umtauschkurse zu zwingen. Dies wäre aber aussichtslos; denn die Zentralbanken könnten im Falle des Leitkursverfahrens in beliebiger Höhe am Terminmarkt intervenieren und so den Kurs verteidigen (Lehment und Scheide 1995:9). Anders als bei den Wechselkurssystemen in der Vergangenheit, bei denen die nationalen Währungen erhalten blieben, steht in diesem Fall der Terminkurs für Zeitpunkte nach dem 1. Januar 1999 fest. Bei früheren Fixkurssystemen wie z.B. demjenigen von Bretton Woods bestand hingegen immer die Möglichkeit, daß die Paritäten verändert wurden. Auch bei dem Verfahren der Durchschnittsbildung ist eine Spekulation nicht erfolgversprechend. Zwar können die Märkte auf die Schwäche einer Währung setzen und den Kurs erheblich drücken; doch wird der Durchschnittskurs der Währung immer höher als der aktuelle Kurs liegen, so daß beim Umtausch zu Beginn der Währungsunion ein sicherer Verlust auftritt. Dieser würde zwar bei einer Aufgabe der zuvor festgelegten Umtauschmodalitäten nicht auftreten. Doch wäre eine solche Aufgabe gleichbedeutend mit der Aufgabe der Währungsunion überhaupt; denn sie würde zu weiteren Spekulationen einladen, denen die Zentralbanken dann nicht mehr glaubwürdig begegnen könnten.

### III. Konsequenzen für die Geldpolitik in den Teilnehmerländern

#### 1. Neue Rahmenbedingungen für die Geldpolitik: Anreize für eine Lockerung sind groß

Derzeit besteht ein beträchtlicher Unterschied zwischen den deutschen kurzfristigen Zinssätzen und denjenigen in einer Reihe von Ländern, die eine Aufnahme in die Europäische Währungsunion anstreben, vornehmlich im Süden Europas (Tabelle 3). So liegen die Zinssätze für Dreimonatsgeld in Italien derzeit um etwa vier Prozentpunkte über dem Niveau der vergleichbaren deutschen Geldmarktzinsen. Es ist zu erwarten, daß sich diese Differenzen bis zu der Entscheidung über den Teilnehmerkreis der Währungsunion nicht erheblich verringern werden, es sei denn, es zeichnet sich vorab eine Entscheidung zugunsten einer großen EWU ab. Daher werden Länder wie Italien, Spanien und Portugal, deren Teilnahme derzeit von den Märkten anscheinend mit zunehmender Wahrscheinlichkeit erwartet, aber nicht als sicher angesehen wird,<sup>13</sup> ihre Leitzinsen bis zu der Entscheidung über den Teilnehmerkreis auf einem höheren Niveau halten müssen als die anderen europäischen Zentralbanken, um ihre Wechselkurse gegenüber der D-Mark und den übrigen Währungen mit niedrigen Zinsen stabil zu halten und keine Angriffspunkte für Devisenspekulationen zu bieten. Umgekehrt ist für Deutschland bis Anfang 1998 angesichts eines wohl auch weiterhin nur moderaten Preisauftriebs nicht mit einem Anziehen der geldpolitischen Zügel durch die Deutsche Bundesbank zu rechnen.

Mit der Entscheidung bezüglich des Teilnehmerkreises an der Währungsunion ändern sich für die ausgewählten Länder die Rahmenbedingungen für ihre Geldpolitik in zweierlei Hinsicht. Zum einen muß — unter der Annahme, daß entweder das Leitkursverfahren oder das Durchschnittskursverfahren zur Festlegung des Umtauschverhältnisses gewählt wird — der Wechselkurs zu den anderen europäischen Währungen nicht mehr verteidigt werden, da Spekulationen aus den geschilderten Gründen

Tabelle 3 — Zinssätze für Dreimonatsgeld in den Ländern der Europäischen Union (Stand am 31. Januar 1997)

Land	Zinssatz (%)
Deutschland	3,1
Frankreich	3,3
Italien	7,3
Vereinigtes Königreich	6,2
Spanien	5,9
Niederlande	2,9
Belgien	3,0
Schweden	4,1
Österreich	3,1
Dänemark	3,6
Finnland	2,8
Portugal	6,0
Griechenland	11,8
Irland	5,8
Luxemburg	3,0

aussichtslos sind, sofern die Ankündigungen der Regierungen glaubhaft sind. Zum anderen ändert sich aus der nationalen Sicht aller Zentralbanken der Trade-off zwischen Preisniveaustabilität und Produktion.

Diese grundlegende Änderung beruht auf folgendem Wirkungszusammenhang:<sup>14</sup> Wenn eine Zentralbank davon ausgeht, daß sie mit einer expansiven Geldpolitik, d.h. unter anderem mit niedrigeren kurzfristigen Zinsen, auf die kurze Frist die Produktion in ihrem Land anregen kann, dafür aber mit einer zeitlichen Verzögerung eine höhere Inflationsrate in Kauf nehmen muß, wird sie den Zinssatz wählen, der ihrer Vorhersage nach die aus ihrer Sicht beste Kombination von Inflation und Produktionsniveau ergeben wird. Vor dem Eintritt in die Währungsunion ändert sich der Zusammenhang zwischen dem vorübergehenden Anstieg der Produktion und der zukünftigen Inflation nun derart, daß sich die möglichen Preiseffekte der expansiven Geldpolitik auf den gesamten neuen und größeren Währungsraum verteilen und somit die Inflationsrate in dem entsprechenden Land geringer ausfällt, als es ohne Währungsunion bei einer vergleichbaren Politik der Fall wäre.<sup>15</sup> Aufgrund dieses verbesserten Trade-offs besteht für die Zentralbank der teilnehmenden Länder ein größerer Anreiz, eine expansive

Politik zu verfolgen. Dies ist insbesondere auch deshalb der Fall, weil die entsprechende Notenbank nun nicht damit rechnen muß, daß ein solcher Kurswechsel in der Geldpolitik zu einem Abwertungsdruck auf die heimische Währung führt. Ob die Preiseffekte in der Währungsunion tatsächlich zum Tragen kommen, hängt natürlich auch von der Politik der Europäischen Zentralbank ab. Sie könnte, um eine Diskreditierung des Euro zu vermeiden und ihre Reputation nicht sinken zu lassen, einen restriktiven Kurs einschlagen. Damit würde sie aber einen konjunkturellen Abschwung riskieren. Dies würde wiederum den Start der Währungsunion belasten, wird sie doch dann bei der Bevölkerung mit steigender Arbeitslosigkeit verbunden.

Gegen die Prognose, daß die Zentralbanken aufgrund dieser veränderten Anreizstrukturen eine expansive Geldpolitik betreiben werden, kann eingewendet werden, daß die Zentralbanken in der Zeit vor dem Eintritt in die Währungsunion bereits eine „europäische Zielfunktion“ verfolgen werden, d.h. auch die Auswirkungen ihrer Politik auf die anderen Länder bei ihren Entscheidungen berücksichtigen werden. Auch kann man den Standpunkt vertreten, daß eine aggressiv expansive Geldpolitik eines Staates zu politischen Spannungen innerhalb des neuen Währungsraumes und damit in letzter Konsequenz zu einem Scheitern dieses Projektes führen könnte. Da die Länder mit derzeit noch recht hohen kurzfristigen Zinssätzen offensichtlich sehr am Zustandekommen der Währungsunion interessiert sind, dürften diese Gefahren bei den Überlegungen bezüglich der Gestaltung ihrer Geldpolitik eine Rolle spielen. Diese Einwendungen sprechen aber nicht gegen die Erwartung einer expansiven Geldpolitik der betreffenden Länder, sondern nur dagegen, daß diese ihre kurzfristigen Zinsen unter das Niveau senken werden, das in Deutschland und in den übrigen Ländern mit niedrigen Zinsen gilt.

## 2. Drei Szenarien für die Zinspolitik

Wie wird sich nun die Geldpolitik in den einzelnen Mitgliedstaaten voraussichtlich verhal-

ten? Im folgenden sollen drei mögliche Szenarien diskutiert werden.

### *Szenario 1: Die Zinsdifferenzen bleiben bestehen*

Werden die Umstellungskurse nach dem Leitkurs- oder dem Durchschnittskursverfahren festgelegt, würde eine Politik unveränderter Zinsen bedeuten, daß die entsprechenden Währungen aufgrund der in Abschnitt II beschriebenen Zusammenhänge bis zum Start der EWU — wenn auch in abnehmendem Maße — über ihrem späteren Eintrittskurs notieren würden. Bei dem Durchschnittskursverfahren hätte dies auch einen höheren Umtauschkurs zur Folge. Die Geldpolitik würde in den entsprechenden Ländern alles in allem also restriktiver bzw. weniger expansiv wirken als in denjenigen mit niedrigeren Zinsen.

### *Szenario 2: Die „Hochzinsländer“ senken ihre Zinsen rasch auf das Niveau der deutschen Sätze ab*

Bei einem solchen Vorgehen werden die Wechselkurse der betreffenden Währungen sehr schnell das Niveau der Umstellkurse erreichen. Daher dürfte die Geldpolitik in Westeuropa insgesamt expansiver wirken.

### *Szenario 3: Es kommt zu allgemeinen Zinssenkungen*

Der zuvor beschriebene Anreiz zu einer expansiveren Geldpolitik besteht natürlich nicht nur für die derzeitigen Hochzinsländer, sondern für alle Zentralbanken. Zudem ist es, wie bereits beschrieben, bei Anwendung des Durchschnittskursverfahrens auf diesem Weg möglich, den Eintrittskurs in die Währungsunion zu drücken. So könnte es sein, daß alle Zentralbanken, also auch die Deutsche Bundesbank, die Zinsen herabsetzen und somit ein sehr starker expansiver Impuls auf die europäische Wirtschaft ausgehen würde. In diesem Fall wären die mit einer gewissen Verzögerung eintretenden inflatorischen Wirkungen am größten.

### 3. **Wahrscheinlichstes Szenario: Geldpolitik wird expansiver**

Welches der drei gerade beschriebenen Szenarien ist das wahrscheinlichste? Ausschließen kann man wohl, daß es zu allgemeinen Zinssenkungen kommt. Auch wenn in vielen Ländern wie z.B. in Frankreich zur Stimulierung der Wirtschaft häufig eine expansive Geldpolitik verbunden mit einer Abwertung der Landeswährung gefordert wird, dürften die geldpolitischen Entscheidungsträger eine solche Politik ablehnen, da sie das Projekt der Europäischen Währungsunion gefährden würde.

Auch das erste Szenario erscheint unwahrscheinlich. Zum einen dürfte in den meisten Ländern der Wunsch nach einem möglichst niedrigen Umtauschverhältnis für die eigene Währung bestehen.<sup>16</sup> Eine Beibehaltung der hohen Zinsen würde diesem Ziel zuwiderlaufen, denn beim Durchschnittskursverfahren würde der Umstellungskurs „verschlechtert“. Zum anderen dürften die Vertreter der Zentralbanken in den Ländern mit relativ hohen kurz-

fristigen Zinsen nach erfolgter Qualifikation für die EWU Schwierigkeiten haben, eine im Vergleich zu anderen Ländern weiterhin restriktive Politik politisch zu vertreten bzw. durchzusetzen. Bis zum Beschluß bezüglich der Teilnahme können sie das Argument vorbringen, daß die Aufnahme in die EWU Opfer erfordert und auch rechtfertigt; ist die Entscheidung getroffen, entfällt dieses Argument.

Folglich ist das zweite Szenario als das wahrscheinlichste anzusehen. Nach erfolgter Qualifikation kann man keinem Land das Recht absprechen, den gleichen geldpolitischen Kurs wie die Mehrzahl der Notenbanken zu verfolgen. Es gäbe nur einen frühzeitigen Gleichlauf der Geldpolitik, die später in der Währungsunion ohnehin einheitlich ist.<sup>17</sup> Die kurzfristigen Zinsen in den derzeitigen europäischen „Hochzinsländern“ werden aber wohl rasch in Richtung des deutschen Niveaus tendieren. Ob es zu einer sofortigen vollständigen Angleichung der Sätze kommen wird, ist dabei nicht entscheidend.

## IV. **Konsequenzen für die Konjunktur und die Preisentwicklung in Europa**

### 1. **Konjunktur erhält Schub ...**

Die konjunkturelle Expansion in Westeuropa hat im vergangenen Jahr erneut an Schwung gewonnen und dürfte sich im laufenden Jahr weiter festigen (Gern et al. 1996). Ausschlaggebend hierfür waren die Anstöße seitens der Geldpolitik, die sich in den meisten Ländern seit geraumer Zeit auf expansivem Kurs befindet. Diejenigen Länder, die bislang ihre kurzfristigen Zinsen auf relativ hohem Niveau gehalten haben, werden ihre Politik voraussichtlich — wie in Abschnitt III diskutiert — spürbar lockern, wenn über ihre Teilnahme positiv entschieden sein wird. Für die anderen Länder ist zunächst nicht mit einem spürbaren Anziehen der geldpolitischen Zügel zu rechnen; die kurzfristigen Zinsen dürften allenfalls geringfügig angehoben werden. Für Westeuropa

insgesamt werden die Impulse im Verlauf der nächsten beiden Jahre also zunehmen. Damit wird die Konjunktur hier zusätzlich stimuliert.<sup>18</sup>

### 2. **... und die Inflation zieht leicht an**

Aller Erfahrung nach führt ein nachhaltig expansiver Kurs der Geldpolitik zu einem Anstieg der Inflation, wenn auch mit einer zeitlichen Verzögerung. Dies dürfte auch in dem derzeitigen Konjunkturaufschwung gelten, zumal die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in laufendem Jahr annähernd so ausgelastet sein dürften, wie es dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Insofern birgt eine Lockerung der Geldpolitik, wie sie zu erwarten ist, den Keim einer Inflationsbeschleunigung in sich. Die Phase ab-



nehmender Preissteigerungsraten dürfte im Jahre 1997 zu Ende gehen, im kommenden Jahr werden diese etwas anziehen und — tritt das hier beschriebene Szenario ein — 1999 nochmals höher sein als im Vorjahr.

Vor diesem Hintergrund dürften die Währungen der Länder, die an der EWU teilnehmen, gegenüber Drittwährungen an Wert verlieren. Schon in den vergangenen Monaten neigten sie gegenüber dem amerikanischen Dollar und dem britischen Pfund — Großbritannien wird aller Voraussicht nach im Jahre 1999 nicht zur EWU gehören — zur Schwäche. Konsequenzen ergeben sich auch für die Kapitalmarktzinsen, in denen sich die Inflationserwartungen maßgeblich widerspiegeln. Kommt es zu dem beschriebenen expansiven Kurs der Geldpolitik, ist mit einem Anstieg der langfristigen Zinsen in den Ländern der zukünftigen EWU zu rechnen. Bislang hat sich dies noch nicht abgezeichnet, im Gegensatz zu den beobachteten Auswirkungen auf den Außenwert. Dies mag damit zusammenhängen, daß erstens derzeit reichlich Liquidität vorhanden ist und zweitens für viele Länder mit noch weiteren Leitzinssenkungen durch die Notenbanken gerechnet wird. Früher oder später wird aber der Liquiditätseffekt der Geldpolitik an Bedeutung verlieren, und der Einkommens- und der Preiserwartungseffekt werden die langfristigen Zinsen steigen lassen.

Wie werden die Zentralbanken reagieren, wenn sich solche Entwicklungen abzeichnen? In manchen Ländern wird diese Richtung der Geldpolitik voraussichtlich begrüßt werden. Wiederholt ist in der Vergangenheit eine expansive Geldpolitik gefordert worden, auch mit dem expliziten Ziel, die europäischen Währungen gegenüber den Währungen der Konkurrenten auf dem Weltmarkt — also z.B. dem Dollar und dem Yen — abzuwerten.<sup>19</sup> Eine Umsetzung dieser Vorschläge ist bislang immer daran gescheitert, daß die Gruppe der Zentralbanken, die ähnliche Vorstellungen hat wie die Deutsche Bundesbank, eine solche Politik abgelehnt hat. Länder, in denen eine expansive Geldpolitik betrieben worden wäre, hätten wegen der Abwertungsgefahr gegenüber den anderen europäischen Währungen eine merkliche Risikoprämie bei den Kapitalmarktzinsen in

Kauf nehmen müssen, weshalb sie — mehr oder minder freiwillig — dem vorgegebenen stabilitätsorientierten Kurs der Deutschen Bundesbank folgten. An den Präferenzen der Gruppe der stabilitätsorientierten Notenbanken dürfte sich nichts Grundlegendes geändert haben. Allerdings werden sich die politischen Gegebenheiten in den nächsten beiden Jahren von denjenigen der vergangenen anderthalb Jahrzehnte unterscheiden, weil die Deutsche Bundesbank nicht mehr die Funktion eines Ankers im Europäischen Währungssystem haben wird.

### **3. Konflikte über den richtigen Kurs der Geldpolitik vorprogrammiert**

In der Übergangsphase zur Europäischen Währungsunion wird die Deutsche Bundesbank nicht mehr die Führungsrolle bei der Bestimmung des geldpolitischen Kurses in Westeuropa innehaben. Bis jetzt konnte sie ihre Entscheidungen weitgehend frei von einer Einflußnahme des Auslands treffen. Nun wird aber im Vorfeld der Europäischen Währungsunion die Forderung nach einer gesamteuropäisch — und nicht nur an deutschen Gegebenheiten und Präferenzen — orientierten Geldpolitik lauter werden. Zudem greift der alte Sanktionsmechanismus, der die europäischen Zentralbanken an den Kurs der Bundesbank band, nicht mehr. Wie in Abschnitt II beschrieben, wird bei glaubhafter Ankündigung der Umstellungskurse der Abwertungsdruck auf eine Währung — und damit auch die im Vergleich zu den anderen europäischen Ländern zu zahlende Risikoprämie bei den Kapitalmarktzinsen — sehr begrenzt oder überhaupt nicht vorhanden sein, wenn der geldpolitische Kurs gelockert wird.

In einer solchen Situation kann man sich folgende Reaktionen seitens der Deutschen Bundesbank vorstellen. Im ersten Fall lenkt die Deutsche Bundesbank ein, verfolgt also einen expansiven Kurs, der ihren Präferenzen eigentlich nicht entspricht. Dies würde konkret bedeuten, daß sie auf die zu erwartende merklich expansive Geldpolitik der derzeitigen Hochzinsländer und die sich abzeichnende Verstärkung des Preisauflaufs infolge des konjunktu-

rellen Aufschwungs nicht mit einer merklichen Erhöhung der Leitzinsen reagieren würde. Ein anderes Szenario würde beinhalten, daß die Bundesbank ihren Präferenzen entsprechend handelt und die Zinsen deutlich anhebt. Hier ergeben sich nun wiederum zwei Möglichkeiten: Die anderen Notenbanken folgen dieser Politik — oder nicht. Im ersten Fall dürften sich starke politische Spannungen ergeben, da sich manche Länder — aus ihrer Sicht zum wiederholten Mal — entgegen den eigenen wirtschaftlichen Interessen dem „Diktat“ der deutschen Geldpolitik beugen müßten. Würde sich hingegen eine Divergenz zwischen den Geldpolitiken der einzelnen Länder ergeben, wäre der politische Schaden wahrscheinlich noch größer, da die Märkte hierin ein Anzeichen für die Möglichkeit eines Auseinanderbrechens der EWU sehen könnten. Starke Spekulationen am Devisenmarkt wären die Folge. Aufgrund der sich abzeichnenden außenpolitischen Schwierigkeiten, die sich bei einer harten Politik der Bundesbank ergeben könnten, dürfte auch aus dem Inland Widerstand gegen eine solche Politik geleistet werden, dem sich die Bundesbank wohl kaum entziehen könnte. Somit ist es das wahrscheinlichste Szenario, daß die Bundesbank ihre geldpolitischen Zügel bis zum Beginn der Währungsunion allenfalls geringfügig — und dann auch nur gemeinsam mit den anderen westeuropäischen Zentralbanken — anziehen wird.

Das in diesem Beitrag abgeleitete Szenario wird von uns als das wahrscheinlichste angesehen. Diese Einschätzung beruht allerdings auf vielen Annahmen, so z.B. darauf, daß es eine großzügige Auslegung der Kriterien des Maastrichter Vertrags und folglich eine große Währungsunion geben wird. Hier sollte aufgezeigt werden, welche Gefahren bei dem recht wahrscheinlichen Verlauf der politischen Entscheidungen, die in den nächsten beiden Jahren anstehen, drohen. Dieser Verlauf würde implizieren, daß die Konflikte, die sich aus den unterschiedlich ausgeprägten Stabilitätsvorstellungen ergeben, schon im Vorfeld der Währungsunion auftreten werden.

Solche Konflikte würden dem Projekt Europäische Währungsunion schaden. Sie sind letztlich nur Ausdruck dafür, daß keine einheitliche Auffassung über die Ziele der Geldpolitik besteht. Nur wenn dies zugunsten der Idee, die EWU soll eine Stabilitätsgemeinschaft sein, entschieden wird, ist damit zu rechnen, daß das Vertrauen in der Bevölkerung — und auch der Kapitalmärkte — gewonnen werden kann. Somit wird der Verlauf der Diskussion über den in den nächsten zwei Jahren zu verfolgenden Kurs der Geldpolitik in Europa Auskunft darüber geben, wie es um die Stabilität des Euro bestellt sein wird. Wegen der offensichtlich bestehenden Auffassungsunterschiede und der nach wie vor fehlenden Konvergenz bei den Kriterien erscheint die Verschiebung der EWU immer noch als die beste Lösung.

## Anhang: Mögliche Auswirkungen der bevorstehenden Währungsunion auf die Politik einer Zentralbank

Es wird angenommen, daß das Produktionsniveau  $x$  in einer Volkswirtschaft in einer Periode von seinem Gleichgewichtsniveau  $\bar{x}$  abweicht, wenn das Expansionstempo der Geldmenge ( $\Delta m$ ) in dieser Periode nicht der potentialgerechten Rate  $\Delta \bar{m}$  entspricht:

$$[A1] \quad x_t = \bar{x} + \alpha(\Delta m_t - \Delta \bar{m}).$$

Die Inflationsrate in dem betrachteten Land hängt nur von der Expansionsrate der Geldmenge ab; allerdings reagiert das Preisniveau erst mit einer Verzögerung von einer Periode auf eine Veränderung der Geldversorgung:

$$[A2] \quad \Delta p_t = \pi_t = \Delta m_{t-1}.$$

Die Zuwachsrate der Geldmenge kann von der Zentralbank mit Hilfe des kurzfristigen Zinssatzes ( $si_t$ ) gesteuert werden:<sup>20</sup>

$$[A3] \quad \Delta m_t = \Delta \bar{m} - \gamma si_t.$$

Die Zentralbank sei an einem möglichst hohen Produktionsniveau und an einer niedrigen Inflationsrate interessiert. Ihre Zielfunktion  $U$ , die zu maximieren ist, habe die Form:

$$[A4] \quad U_t = \sum_{j=t}^{\infty} (x_j - \frac{1}{2} \beta \pi_j^2).$$

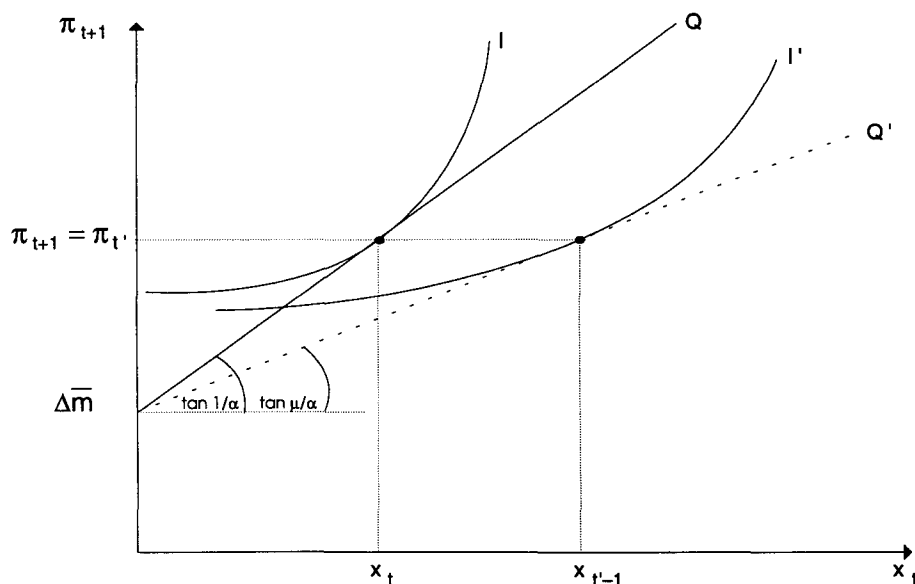
Durch Einsetzen der Gleichungen [A1]–[A3] in die Zielfunktion der Zentralbank [A4] und anschließendes Ableiten des sich dabei ergebenden Ausdrucks nach dem kurzfristigen Zins  $si_t$ , erhält man folgende Bedingung erster Ordnung:

$$[A5] \quad -\alpha\gamma + \beta\gamma(\Delta \bar{m} - \gamma si_t) = 0.$$

Durch Auflösen von [A5] nach  $si_t$ , erhält man den von der Zentralbank für den kurzfristigen Zinssatz zu setzenden Wert:

$$[A6] \quad si_t = -\frac{\alpha}{\beta\gamma} + \frac{\Delta \bar{m}}{\gamma}.$$

Schaubild A1 — Veränderung der Geldpolitik im Vorfeld der Währungsunion



In der Periode  $t'$  werde nun eine Währungsunion mit anderen Staaten errichtet. Von da an ist folglich die aggregierte Geldmenge ausschlaggebend für die Entwicklung des Preisniveaus in den einzelnen Mitgliedsländern. Eine Erhöhung der inländischen Geldmenge in Periode  $t'-1$  hat also nur in einem geringeren Maße einen Anstieg des inländischen Preisniveaus in Periode  $t'$  zur Folge. Dies bedeutet, daß sich Gleichung [2] für diese Periode in folgender Weise ändert:<sup>21</sup>

$$[A2a] \quad \Delta p_{t'} = \pi_{t'} = \mu \cdot \Delta m_{t'-1} \quad \text{mit } 0 < \mu < 1.$$

Benutzt man nun Gleichung [A2a] anstatt von [A2] bei der Bestimmung des kurzfristigen Zinssatzes, so erhält man für die Periode  $t'-1$  folgende Wahl der Zentralbank:

$$[A6a] \quad s_{i,t'-1} = -\frac{\alpha}{\beta\gamma\mu} + \frac{\Delta \bar{m}}{\gamma}.$$

Wegen  $\mu < 1$  liegt dieser Zinssatz unter dem ansonsten gewählten Niveau. Der Grund für diese Abweichung in der Entscheidung bezüglich des kurzfristigen Zinssatzes liegt darin, daß

in Periode  $t'-1$  ein günstigerer Trade-off zwischen niedrigerer Inflationsrate und höherem Produktionsniveau besteht — d.h. eine Einheit mehr Produktion kostet weniger Einheiten zusätzliche Inflation —, da ein Teil der Kosten der Inflation auf die anderen Teilnehmer an der Währungsunion überwältzt werden kann. Dies verdeutlicht Schaubild A1.<sup>22</sup> Die Gerade  $Q$  beschreibt den Zusammenhang zwischen Produktionsniveau und Inflationsrate in zwei aufeinanderfolgenden Perioden, wenn keine Währungsunion bevorsteht. Entsprechend der Zielfunktion der Zentralbank — in der Abbildung repräsentiert durch die Indifferenzkurve  $I$  — wird der Zinssatz gewählt, der zu  $x_t$  und  $\pi_{t+1}$  führt. In der Periode vor dem Eintritt in die Währungsunion verändert sich der Zusammenhang zwischen Inflationsrate und Produktionsniveau, hier dargestellt durch eine Drehung der Geraden  $Q$  zu  $Q'$ .<sup>23</sup> Dies führt zu der Wahl eines niedrigeren Zinssatzes, was daran deutlich wird, daß ein höheres Produktionsniveau realisiert wird.<sup>24</sup>

## Endnoten

- 1 Die Prognose kann nur einen Anhaltspunkt dafür liefern, vor welchen Entscheidungen man im Frühjahr 1998 stehen wird. Bezüglich des Kriteriums der Preisniveaustabilität wird bei der tatsächlichen Überprüfung nämlich ein Verbraucherpreisindex auf vergleichbarer Grundlage herangezogen, für den keine Prognosen vorliegen. Auch bei der Prognose der Zinssätze ist zu bedenken, daß bei der Überprüfung die unterschiedlichen Definitionen in den einzelnen Mitgliedsländern berücksichtigt werden. Zudem wird die Entwicklung der langfristigen Zinsen erheblich davon beeinflusst, für wie wahrscheinlich an den Kapitalmärkten die Teilnahme eines Landes an der Währungsunion gehalten wird. Die Zinsentwicklung stellt also letztlich kein eigenständiges Kriterium dar, wie im Maastrichter Vertrag ursprünglich beschrieben, sondern enthält das Element einer „self-fulfilling prophecy“. Beim Kriterium der Wechselkursstabilität ist offen, welche Bandbreiten zugrundegelegt werden. War diese Regelung bei Abschluß des Vertrags noch eindeutig ( $\pm 2,25$  vH), ist die Auslegung nach der im August 1993 erfolgten Erweiterung der Bandbreiten im EWS auf  $\pm 15$  vH umstritten. Abgesehen von diesen Einschränkungen unterscheiden sich naturgemäß die Prognosen für das Jahr 1997. So rechnet beispielsweise die Europäische Kommission (1996) mit einer zum Teil günstigeren Entwicklung der Budgetdefizite als die OECD.
- 2 Vgl. die Diskussion bei Gern et al. (1996).
- 3 Lehment und Scheide (1995) hatten beispielsweise die frühzeitige Präzisierung der finanzpolitischen Kriterien vorgeschlagen, um erstens die Vorgehensweise transparent zu machen und zweitens auch allen Ländern klare Zielwerte vorzugeben. Dann wären die „Spielregeln“, an die sich alle zu halten hätten, bekannt gewesen.
- 4 So wird Belgien, dessen Teilnahme allgemein als sicher angesehen wird, 1997 mit 127 vH voraussichtlich eine höhere Schuldenquote aufweisen als Italien mit 123 vH.
- 5 Dies soll nicht bedeuten, daß das Zustandekommen einer kleinen Währungsunion schon implizieren würde, die Referenzwerte würden, wie vielfach versprochen, streng gehandhabt. Auch hier müßten Ausnahmen gemacht werden, möglicherweise sogar im Falle Deutschlands, sollte dieses Land nämlich, wie vielfach prognostiziert, eine Defizitquote von mehr als 3 vH und eine steigende Schuldenquote aufweisen. Eben diese Ausnahmen sind es, auf die sich andere Länder berufen können, um eine „Gleichbehandlung“ für sich zu fordern. Um eine großzügige Auslegung, die als Aufweichung interpretiert würde, zu vermeiden, ist deshalb vielfach eine Verschiebung des Starttermins vorgeschlagen worden. Vgl. z.B. Lehment und Scheide (1995), Gern et al. (1996) sowie Sachverständigenrat (1996: 217).
- 6 Laut Maastrichter Vertrag sollte die gemeinsame Währung ECU heißen. Dies wurde bekanntlich geändert.
- 7 Vgl. die Diskussion der beiden Varianten bei Lehment (1996).
- 8 So der Vorschlag von Lehment und Scheide (1995:9).
- 9 Besser spricht man bei dieser Formel von einem Renditeverhältnis. Ein Wert von 1 entspricht einer Übereinstimmung der Renditen.
- 10 Ein linearer Verlauf ergäbe sich, wenn man den Kurs auf einer logarithmischen Skala zeichnete.
- 11 In der Tabelle sind die Kurse an einem Stichtag angegeben. Für den Durchschnitt des Monats Januar ergeben sich kaum andere Werte, da die Wechselkursbewegungen in der Zeit minimal waren.
- 12 An Gleichung [6] kann man auch ablesen, daß für den Fall übereinstimmender Renditen zum Zeitpunkt  $t$  und der Erwartung, daß sich hieran auch nichts ändert, der Umstellungskurs gleich dem Durchschnitt in der Periode zwischen 0 und  $t$  ist, da wegen  $ERD_{t'} = 1$  für alle  $t'$  mit  $t < t' < T$ :

$$W_D = W_{D1} \frac{t}{T - \sum_{t'=t} 1} = W_{D1} \frac{t}{T - (T - t)} = W_{D1}$$

- 13 Hierauf weist zumindest die Entwicklung der Zinsdifferenz am langen Ende hin.
- 14 Im Anhang wird dies anhand eines einfachen Modells erklärt.
- 15 Ob sich die Auswirkungen der stärkeren Geldmengenexpansion in einem Land gleichmäßig auf alle teilnehmenden Staaten verteilen oder ob der Effekt in dem verursachenden Land größer ist als in den anderen, ist für das hier diskutierte Argument relativ unerheblich. Entscheidend ist, daß ein Teil der „Kosten“ in Form von Inflation auf die anderen Länder abgewälzt werden kann.
- 16 Dies zeigte z.B. die Diskussion um die Festlegung des EWS-Leitkurses der italienischen Lira bei deren Wiedereintritt in das Europäische Wechselkursystem im November 1996. Hierbei wollte die italienische Regierung einen Leitkurs zur D-Mark von über 1000 Lira/DM durchsetzen, wohingegen die meisten anderen Länder einen Wert von etwa 950 Lira/DM forderten. Im Endeffekt einigte man sich auf 990 Lira/DM (Neue Zürcher Zeitung 1996).
- 17 Mit der Entscheidung über den Teilnehmerkreis und das Umtauschverfahren wird praktisch die Währungsunion vorweggenommen. Die Geldpolitik wird schon vereinheitlicht, obwohl die Zentralbanken der einzelnen Länder formal noch eine eigenständige Politik betreiben können. Auf diese „institutionelle Lücke“ weist der Sachverständigenrat (1996: Textziffer 368) hin.

- 18 Hinzu kommt, daß die Finanzpolitik im Jahr 1998 weniger unter dem Zwang steht, die Haushaltsdefizite zu verringern. Auch hier ist also mit einer Lockerung zu rechnen.
- 19 So hat Ende vergangenen Jahres der ehemalige französische Staatspräsident Giscard d'Estaing eine Abwertung des Franc gefordert, um so die wirtschaftlichen Probleme Frankreichs zu lösen. Vgl. die Kritik an solchen Vorstellungen bei Siebert (1997:5).
- 20  $\Delta \bar{m}$  steht für eine nicht näher zu interpretierende Konstante.
- 21  $\mu$  kann als Anteil der inländischen Geldmenge an der aggregierten Geldmenge in der Währungsunion interpretiert werden.
- 22 In Schaubild A1 ist  $\bar{x} = 0$  gesetzt.
- 23 Die in Schaubild A1 dargestellte Situation gilt nur, wenn die Notenbanken der übrigen an der Währungsunion beteiligten Länder ihre Politik nicht ändern. Wenn man allerdings davon ausgeht, daß auch sie in Periode  $t'-1$  eine expansivere Geldpolitik betreiben, müßte die Gerade  $Q$  nicht nur gedreht, sondern auch nach oben verschoben werden. Dies würde das Ergebnis qualitativ nicht verändern, die Geldpolitik der einzelnen Zentralbanken würde immer noch expansiver sein als in „normalen“ Zeiten. Allerdings wäre der Unterschied zwischen den in den beiden Szenarien gewählten Zinssätzen nicht so groß.
- 24 Daß in Schaubild A1 in der ersten Periode der Währungsunion die gleiche Inflationsrate wie in den anderen Perioden realisiert wird, liegt wiederum an der für dieses Schaubild getroffenen Annahme, daß sich die Politik der anderen Notenbanken nicht ändert. Wenn man diese Annahme aufgibt, gilt  $\pi_{t'} > \pi_t$  für alle  $t \neq t'$ .

## Literaturverzeichnis

- Börsen-Zeitung* (1996). Giscards Querschuß. 23. November 1996.
- Gern, K.-J., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1996). Industrieländer: Fortgesetzter Aufschwung bei niedriger Inflation. *Die Weltwirtschaft* (4): 354–381.
- Europäische Kommission (1996). Bericht über die Konvergenz in der Europäischen Union 1996. Mitteilung von President Santer und Kommissar de Silguy. Kom/96/560. Brüssel.
- EWI (Europäisches Währungsinstitut) (1996). *Fortschritte auf dem Wege zur Konvergenz 1996*. Frankfurt am Main.
- Lapp, S., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1996). Geldpolitik regt Konjunktur in den Industrieländern an. *Die Weltwirtschaft* (3): 237–269.
- Lehment, H. (1996). Wie sollen die Wechselkurse in der Europäischen Währungsunion festgelegt werden? *Die Weltwirtschaft* (1): 61–69.
- Lehment, H., und J. Scheide (1995). Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: Noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf. Kieler Diskussionsbeiträge 259. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Neue Zürcher Zeitung* (1996). Kontroverse EWS-Eingliederung der Lira. 25. November 1996: 5.
- OECD (1996). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1995). *Im Standortwettbewerb*. Jahresgutachten 1995/96. Stuttgart.
- (1996). *Reformen voranbringen*. Jahresgutachten 1996/97. Stuttgart.
- Siebert, H. (1997). Zu den Voraussetzungen der Europäischen Währungsunion. Kieler Diskussionsbeiträge 289. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.