

## ■ WECHSELKURSREGIME UND WIRTSCHAFTSDYNAMIK IN DER EU

*Die Wirtschaft entwickelte sich in der EU in der Periode stabiler Währungsparitäten wesentlich günstiger als in der Phase ausgeprägter Wechselkursänderungen (1981/1987 und seit 1992): Zwischen 1987 und 1992 wuchsen Investitionen und Gesamtproduktion deutlich rascher, Budgetdefizit und Arbeitslosenquote waren niedriger als 1981/1987 bzw. 1992/1995. Die monetäre Desintegration der EU seit September 1992 trug gemeinsam mit einer Politik des „restriktiven Gleichschritts“ wesentlich dazu bei, daß sich das Wirtschaftswachstum im europäischen Hartwährungsblock bereits im zweiten Aufschwungsjahr abschwächte, die Arbeitslosigkeit wieder stieg und die Budgetkonsolidierung hinter ihren Zielen zurückblieb.*

Von Anfang 1987 bis zum September 1992 konnten die Wechselkurse zwischen den wichtigen EU-Währungen stabil gehalten werden, seither hat sich die monetäre Desintegration Europas schrittweise vertieft: Im September 1992 schieden Pfund und Lira aus dem Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) aus, sie wurden ebenso wie andere wichtige EU-Währungen, insbesondere die Peseta, seither stark abgewertet. Im August 1993 wurde das Hauptziel des EWS – eine enge Bandbreite für die Schwankungen der Wechselkurse – aufgegeben: sie wurde auf  $\pm 15\%$  erweitert.

Die monetäre Spaltung der EU in einen zentralen „Hartwährungsblock“ unter der „leadership“ der Bundesbank (Deutschland, Frankreich, Niederlande, Belgien, Dänemark, Österreich) und die Weichwährungsländer hatte erhebliche realwirtschaftliche Konsequenzen: So konnten die Abwertungsländer ihre Exporte von Gütern und Dienstleistungen zwischen 1992 und 1995 trotz der Rezession real um 9% pro Jahr steigern, die Aufwertungsländer hingegen um nur durchschnittlich 3%. Dies trug wesentlich dazu bei, daß die Wirtschaft der Weichwährungsländer um mehr als  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt pro Jahr rascher wuchs als jene des „Hartwährungsblocks“.

Das Zusammenwirken der monetären Desintegration innerhalb der EU und einer Politik des „restriktiven Gleichschritts“ (alle EU-Länder versuchen gleichzeitig, ihre öffentlichen Haushalte zu konsolidieren, um die Maastricht-Kriterien zu erreichen) trug wesentlich dazu bei, daß sich das Wirtschaftswachstum bereits im zweiten Aufschwungsjahr (1995) abschwächte, die Arbeitslosigkeit wieder

Der Autor dankt Fritz Breuss, Peter Mooslechner und Ewald Walterskirchen für wertvolle Anregungen und Hinweise. Aufbereitung und Analyse der Daten erfolgten mit Unterstützung von Eva Sokoll.

stieg und die Budgetkonsolidierung hinter ihren Zielen zurückblieb.

In dieser Situation mehrten sich die Stimmen, welche das Projekt einer europäischen Währungsunion *selbst* für die wirtschaftlichen Probleme verantwortlich machen und nicht etwa nur den spezifischen Inhalt der Teilnahmekriterien oder die Form ihrer wirtschaftspolitischen Umsetzung.

Die vorliegende Arbeit behandelt einen für die Debatte um eine europäische Einheitswährung zentralen Aspekt, nämlich die unterschiedliche Dynamik in den EU-Ländern unter zwei monetären Rahmenbedingungen: bei schwankenden Wechselkursen einerseits und bei festen Wechselkursen andererseits (ein Festkurssystem kann als eine Vorstufe zu einer Währungsunion interpretiert werden).

---

*Die Destabilisierung der Wechselkurse verschlechterte die Wirtschaftslage in Deutschland am meisten. Von allen EU-Währungen wertete die DM am stärksten auf, und dies wurde zur wichtigsten Ursache für die Beeinträchtigung des Wirtschaftsstandortes Deutschland.*

---

Die empirische Grundlage der Untersuchung bildet ein Vergleich der ökonomischen Performance der EU in drei verschiedenen Phasen der EWS-Entwicklung und damit unter drei unterschiedlichen Wechselkursregimes (Abbildung 1)<sup>1)</sup>:

- Von Anfang 1982 bis Ende 1986 wurden die Paritäten zwischen den wichtigsten Währungen in mehreren *Realignments* geändert. Es herrschte ein System des „adjustable peg“ vor, allerdings wurden häufiger Kursanpassungen vorgenommen als etwa im Weltwährungssystem von Bretton Woods.
- Zwischen Anfang 1987 und September 1992 wurde innerhalb des EWS ein System *fester Wechselkurse* realisiert (1989 trat Spanien, 1990 Großbritannien dem EWS bei).
- Seit September 1992 wurde die Wechselkursbildung zunehmend den *Devisenmärkten überlassen*, die Instabilität der Wechselkurse ist dadurch erheblich gestiegen.

---

<sup>1)</sup> In der ersten Phase des EWS zwischen 1979 und 1981 wurde versucht, die Wechselkurse der wichtigsten Währungen stabil zu halten; dies scheiterte jedoch, weil sich die bereits 1979 großen Inflationsdifferenziale zwischen den einzelnen EWS-Ländern im Zuge des zweiten Erdölpreisschocks und der nachfolgenden Rezession weiter erhöhten. Da diese relativ kurze Periode von verschiedenen internationalen Turbulenzen gleichzeitig bestimmt war, wird sie nicht in den Vergleich zwischen Wechselkursregime und ökonomischer Performance einbezogen.

Die vorliegende Untersuchung versucht, jene Merkmale der europäischen Wirtschaftsentwicklung herauszuarbeiten, für die ein direkter Zusammenhang mit dem jeweiligen Wechselkursregime plausibel erscheint. Die wichtigsten Indikatoren werden deshalb differenziert nach Hart- und Weichwährungsländern ermittelt.

Als „*Hartwährungsblock*“ gilt die Gruppe jener Länder, deren Währungen zwischen 1992 und 1995 gegenüber der DM um weniger als 1% pro Jahr abgewertet wurden (Deutschland; Frankreich, Niederlande, Belgien, Dänemark, Österreich). Die anderen EU-Länder (EU 15) bilden die Gruppe der *Weichwährungsländer*; ihre Währungen haben seit 1992 gegenüber der DM durchschnittlich um mehr als 8% pro Jahr an Wert verloren (mit Ausnahme von Finnland lagen die Abwertungen aller Weichwährungsländer gegenüber der DM zwischen 5% und 11% pro Jahr<sup>2)</sup>).

## DIE WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG WESTEUROPAS IM SYSTEM EINES „ADJUSTABLE PEG“

1982 bis 1986 wurden die Währungen der Weichwährungsländer in mehreren *Realignments* stark abgewertet, im Durchschnitt über alle Länder sanken ihre Wechselkurse gegenüber der DM um etwa 8% pro Jahr, die nominell-effektiven Wechselkurse gingen um fast 5% pro Jahr und damit etwas schwächer zurück (der Unterschied ergab sich im wesentlichen aus der Dollarabwertung zwischen 1985 und 1987<sup>3)</sup>).

Die starken Abwertungen waren einerseits die *Folge* hoher Inflation, insbesondere im Vergleich zur BRD, andererseits aber auch eine *Ursache* für den Fortbestand ausgeprägter *Inflationsdifferenziale*. Wie schon in den siebziger Jahren ergab sich somit eine Wechselwirkung zwischen Inflationsstempo und (nominellen) Abwertungen: aus diesem Grund gingen die real-effektiven Wechselkurse (auf der Basis der Lohnstückkosten) um nur 1½% pro Jahr zurück (Abbildung 1, Übersicht 1).

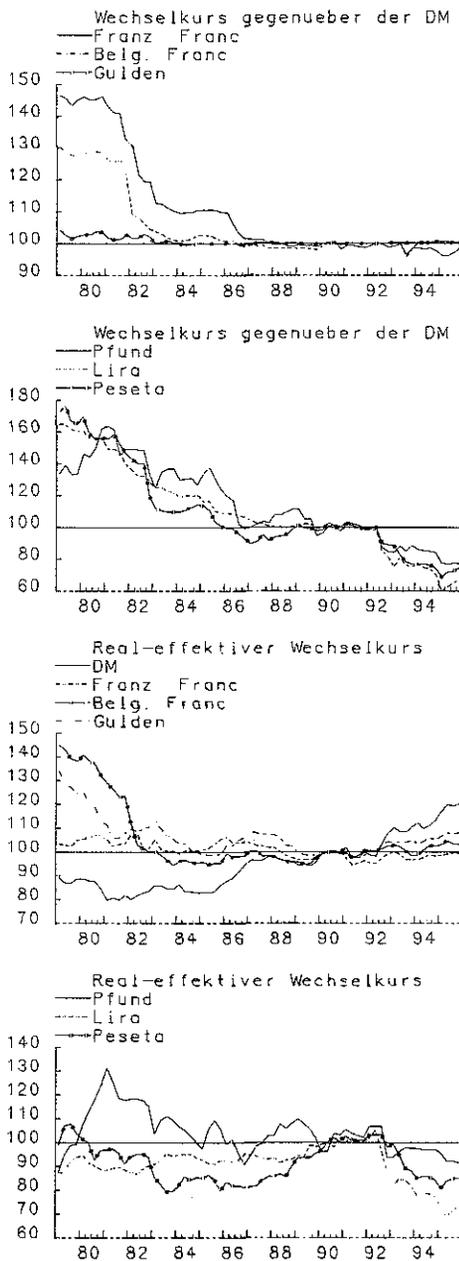
Die effektiven nominellen und realen Wechselkurse des (späteren) *Hartwährungsblocks* stiegen 1981/1987 um 1½% pro Jahr, gegenüber der DM sanken die (bilateralen) Kurse hingegen um fast 4% – in erster Linie weil die Währungen einzelner Länder zwischen 1981 und 1987 stark abgewertet wurden (insbesondere der französische und belgische Franc; Frankreich und Belgien waren in dieser Periode noch Weichwährungsländer; Abbildung 1, Übersicht 1).

---

<sup>2)</sup> Finnland hat seine Währung seit 1992 gegenüber der DM um nur 2% pro Jahr abgewertet, zwischen 1990 und 1992 hingegen um insgesamt 18%.

<sup>3)</sup> Die Durchschnittswerte für die beiden Ländergruppen sind mit den Bevölkerungsanteilen im Basisjahr bzw. in den Eckjahren der jeweiligen Periode gewichtete Mittelwerte.

Abbildung 1: Wechselkursschwankungen in Europa  
1990 = 100



Nicht zuletzt wegen des zweiten Erdölpreisschocks und der Dollaraufwertung war die Inflation in den Weichwährungsändern (einschließlich Frankreichs und Belgiens) Anfang der achtziger Jahre besonders hoch, sie ging allerdings in diesen Ländern bis 1986 stärker zurück als in den Hartwährungsändern (Abbildung 7); dies war wiederum eine wesentliche Voraussetzung für die erfolgreiche Stabilisierung der wichtigsten EWS-Wechselkurse in den Jahren 1987 bis 1992.

Da die nominellen Abwertungen gegenüber der DM ungefähr dem Inflationsdifferential jedes Landes zur BRD entsprachen, verschob sich das *gesamtwirtschaftliche Preisniveau* innerhalb der EU nur geringfügig (das Verhältnis des Preisniveaus eines Landes relativ zur BRD er-

gibt sich aus dem Quotienten zwischen der Kaufkraftparität des BIP gegenüber der BRD und dem Wechselkurs gegenüber der DM): Das BIP der Weichwährungsländer war im Durchschnitt der Jahre 1982/1987 um

*Zwischen 1981 und 1987 werteten die Weichwährungsänder in mehreren Realignments stark ab, ihre effektiven Wechselkurse sanken nominell um durchschnittlich 5% pro Jahr, real jedoch um nur 1½%, da Verbraucherpreise und Lohnstückkosten rascher stiegen als im Hartwährungsblock.*

18½%, 1987 um 21½% „billiger“ als jenes der BRD (Übersicht 1).

Das gesamtwirtschaftliche Preisniveau einzelner EU-Länder verschob sich relativ zur BRD deutlich: So übertraf die Abwertung des Pfund gegenüber der DM (-7½% pro Jahr) das Inflationsdifferential (gemessen am BIP-Deflator) erheblich (dieses betrug 2½ Prozentpunkte pro Jahr – in Großbritannien stieg der BIP-Deflator 1981/1987 um 5,2%, in der BRD um 2,8% pro Jahr<sup>4</sup>). Dementsprechend sank das gesamtwirtschaftliche Preisniveau in Großbritannien im Vergleich zur BRD um fast 5% pro Jahr, insgesamt also um etwa 25% (Abbildung 2). Umgekehrt erhöhte sich das Preisniveau in Italien relativ zur BRD um etwa 10% (das Inflationsdifferential übertraf die Abwertung der Lira gegenüber der DM).

Die reale Abwertung der Weichwährungsänder und die reale Aufwertung der Hartwährungsänder um jeweils 1½% pro Jahr (gemessen an den Lohnstückkosten) trugen dazu bei, daß *Exporte* und *Investitionen* in den Weichwährungsändern zwischen 1981 und 1987 um etwa 2 Prozentpunkte pro Jahr rascher expandierten als in den Hartwährungsändern (Übersicht 1). Ähnliche Unterschiede ergaben sich zwischen dem Aufwertungsland BRD und den wichtigsten Abwertungsändern (Abbildungen 4 und 5, Übersicht 2).

Unter diesen Bedingungen wuchs die Gesamtproduktion, aber auch die Importe der Weichwährungsänder überdurchschnittlich, ihre Leistungsbilanz verbesserte sich deshalb trotz realer Abwertungen nicht (Übersicht 1, Abbildungen 5 und 6).

<sup>4</sup> Das Verhältnis des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus zweier Länder in einheitlicher Währung spiegelt das Niveau des bilateralen realen Wechselkurses wider und damit das Ausmaß der Über- bzw. Unterbewertung (gemessen an der Kaufkraftparität des BIP): Demnach war etwa das Pfund gegenüber der DM 1987 um 25% unterbewertet bzw. die DM gegenüber dem Pfund um 33% überbewertet. Die Veränderung des relativen Preisniveaus zweier Länder gibt jene reale bilaterale Auf- bzw. Abwertung wieder, die sich aufgrund der relativen Entwicklung der BIP-Deflatoren ergibt (zur Berechnung realer Wechselkurse werden zumeist die Verbraucherpreise oder die Lohnstückkosten als Inflationsindikatoren verwendet).

Übersicht 1: Wirtschaftsentwicklung in den europäischen Hart- und Weichwährungsländern

	Hartwährungs- länder 1981/1987		Weichwährungs- länder 1987/1992		Hartwährungs- länder 1992/1995	
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %					
Wechselkurs						
Gegenüber der DM	- 3,8	- 7,8	- 0,2	- 1,4	- 0,5	- 8,6
Nominell-effektiv	+ 1,6	- 4,7	+ 0,8	- 0,7	+ 2,8	- 6,5
Real-effektiv	+ 1,5	- 1,5	+ 0,2	+ 1,9	+ 3,1	- 5,9
Verbraucherpreise	+ 3,9	+ 9,5	+ 2,9	+ 6,8	+ 2,5	+ 4,6
Exporte i. w. S., real	+ 2,8	+ 4,8	+ 6,8	+ 4,5	+ 3,2	+ 9,1
Importe i. w. S., real	+ 3,3	+ 5,7	+ 6,3	+ 6,5	+ 2,5	+ 4,3
Bruttoinvestitionen real	+ 1,0	+ 2,8	+ 4,4	+ 2,7	+ 0,3	- 0,4
BIP real	+ 1,7	+ 2,6	+ 3,4	+ 2,1	+ 1,3	+ 1,9
Kreditzins, real	in % 5,0	4,3	6,7	5,5	5,9	5,0
Anleihezins, real	in % 4,7	4,1	5,3	4,8	4,3	6,2
Arbeitslosenquote	in % 8,5	11,6	7,8	10,5	9,9	12,8
Budgetdefizit	in % des BIP 3,0	6,5	2,5	5,2	4,2	7,5
Staatsschuld, brutto	in % des BIP 47,1	60,1	51,5	67,1	62,7	84,2
Leistungsbilanz	in % des BIP 1,0	- 0,5	1,1	- 2,3	0,5	0,1
Preisniveau	BRD = 100 97,5	81,5	96,6	85,9	95,2	72,2
Ohne Deutschland	95,4		93,8		91,1	

	Hartwährungs- länder 1987		Weichwährungs- länder 1992		Hartwährungs- länder 1995	
	In %					
BIP-Wachstum, real	+ 1,7	+ 4,0	+ 1,8	+ 0,2	+ 2,0	+ 3,0
Inflationsrate (VPII)	+ 1,5	+ 5,5	+ 3,5	+ 6,0	+ 1,9	+ 4,2
Kreditzins, real	5,6	4,7	7,0	6,8	5,2	5,2
Anleihezins, real	5,1	4,7	4,5	6,3	4,8	6,8
Arbeitslosenquote	7,5	10,3	8,4	11,5	9,8	12,6
Budgetdefizit	in % des BIP 2,9	5,1	3,5	6,9	3,9	6,3
Staatsschuld, brutto	in % des BIP 52,5	68,0	54,8	74,5	66,1	85,8
Leistungsbilanz	in % des BIP 1,3	- 0,8	0,0	- 2,1	0,7	0,4
Preisniveau	BRD = 100 96,2	78,6	96,2	85,7	94,6	68,4
Ohne Deutschland	94,1		93,0		90,1	

Die *Arbeitslosigkeit* stieg in beiden Ländergruppen zwischen 1981 und 1987 etwa gleich stark, allerdings blieb sie in jenen zwei Ländern, deren Währungen real am stärksten abgewertet wurden – Großbritannien und

Belgien – stabil (freilich auf überdurchschnittlich hohem Niveau; Abbildung 7). Dies dürfte dazu beigetragen haben, daß es nur diesen beiden Ländern gelang, ihr *Budgetdefizit* merklich zu reduzieren (Abbildung 6).

Übersicht 2: Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und Italien

	Deutschland 1981/1987		Italien 1987/1992		Deutschland 1992/1995		Italien 1992/1995	
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %							
Wechselkurs								
Gegenüber der DM	-	- 5,9	-	- 1,7	-	- 11,5	-	- 10,1
Nominell-effektiv	+ 4,2	- 2,8	+ 1,0	- 1,1	+ 3,1	- 10,1	+ 3,1	- 10,1
Real-effektiv	+ 3,4	+ 1,1	+ 1,3	+ 1,1	+ 5,4	- 9,9	+ 5,4	- 9,9
Verbraucherpreise	+ 2,1	+ 10,7	+ 3,1	+ 6,1	+ 2,9	+ 4,8	+ 2,9	+ 4,8
Exporte i. w. S., real	+ 3,0	+ 3,1	+ 7,4	+ 5,3	+ 2,1	+ 11,9	+ 2,1	+ 11,9
Importe i. w. S., real	+ 2,8	+ 4,3	+ 7,5	+ 6,1	+ 1,5	+ 3,8	+ 1,5	+ 3,8
Bruttoinvestitionen, real	+ 0,4	+ 1,0	+ 5,7	+ 2,7	+ 0,2	- 2,9	+ 0,2	- 2,9
BIP real	+ 1,6	+ 2,1	+ 4,1	+ 2,2	+ 1,3	+ 1,4	+ 1,3	+ 1,4
Kreditzins, real	in % 5,1	5,9	6,0	7,0	5,5	6,3	5,5	6,3
Anleihezins, real	in % 4,4	3,4	4,4	5,2	3,4	7,0	3,4	7,0
Arbeitslosenquote	in % 7,6	10,5	7,0	11,5	9,2	11,2	9,2	11,2
Budgetdefizit	in % des BIP 1,9	11,5	2,0	10,3	3,1	8,6	3,1	8,6
Staatsschuld, brutto	in % des BIP 38,9	78,2	41,7	104,3	54,5	122,2	54,5	122,2
Leistungsbilanz	in % des BIP 2,2	- 0,5	1,8	- 1,6	- 0,9	1,5	- 0,9	1,5
Preisniveau	BRD = 100 100,0	81,8	100,0	89,8	100,0	72,6	100,0	72,6

	Deutschland 1987		Italien 1992		Deutschland 1995		Italien 1995	
	In %							
BIP-Wachstum, real	+ 1,5	+ 3,1	+ 2,2	+ 0,7	+ 2,1	+ 3,1	+ 2,1	+ 3,1
Inflationsrate (VPII)	+ 0,5	+ 5,3	+ 4,7	+ 5,4	+ 2,0	+ 4,9	+ 2,0	+ 4,9
Kreditzins, real	4,4	6,8	5,6	10,1	4,4	5,9	4,4	5,9
Anleihezins, real	4,0	3,7	2,5	8,8	4,2	7,2	4,2	7,2
Arbeitslosenquote	7,6	12,1	7,7	10,7	9,3	11,9	9,3	11,9
Budgetdefizit	in % des BIP 1,8	11,0	2,8	9,5	3,5	7,4	3,5	7,4
Staatsschuld, brutto	in % des BIP 40,7	90,5	45,6	116,7	60,0	124,4	60,0	124,4
Leistungsbilanz	in % des BIP 3,9	- 0,3	- 1,1	- 2,3	- 0,8	1,9	- 0,8	1,9
Preisniveau	BRD = 100 100,0	83,1	100,0	89,5	100,0	66,7	100,0	66,7

## DIE PHASE STABILER WECHSELKURSE IN EUROPA

Zwischen Anfang 1987 und September 1992 blieben die Wechselkurse zwischen den wichtigsten europäischen Währungen nahezu *stabil* (Abbildung 1). Gleichzeitig nahmen die Inflationsdifferenziale innerhalb der EU ab: Waren die Verbraucherpreise in den Weichwährungsländern 1981/1987 um 5½ Prozentpunkte rascher gestiegen als in den Hartwährungsländern, so betrug die Differenz zwischen 1987 und 1992 4 und am Ende der Periode (1992) nur noch 2½ Prozentpunkte (Übersicht 1). Die jährliche Entwicklung der Verbraucherpreise in den größten EU-Ländern verdeutlicht diese *Konvergenz* (Abbildung 7)<sup>9)</sup>.

Gemessen am BIP-Deflator bzw. den Lohnstückkosten waren die *Inflationsdifferenziale* zwischen den Hart- und Weichwährungsländern geringer als auf Basis der Verbraucherpreise: Einerseits werden die Verbraucherpreise direkt von den Importpreisen beeinflusst (letztere sanken für die Hartwährungsländer stärker als für die Weichwährungsländer), und andererseits wurden die Lohnkosten in den Weichwährungsländern wegen der dort besonders hohen Arbeitslosigkeit gedämpft. Aus diesen Gründen verschoben sich die *gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus* innerhalb der EU kaum (Abbildung 2). Die real-effektive Aufwertung der Weichwährungen war mit 2% pro Jahr (auf Basis der Lohnstückkosten) viel niedriger als das durchschnittliche Inflationsdifferential, gemessen an den Verbraucherpreisen<sup>9)</sup>.

Zwischen 1987 und 1992 expandierten *Exporte, Investitionen* und die *Gesamtproduktion* in den (späteren) Hartwährungsländern um 1½ bis 2 Prozentpunkte rascher als in den (späteren) Weichwährungsländern (Übersicht 1). Diese Unterschiede sind zum Großteil auf den *asynchronen Konjunkturverlauf* Anfang der neunziger Jahre zurückzuführen: Während sich Großbritannien und die skandinavischen Länder zwischen 1990 und 1992 in einer schweren Rezession befanden, erlebte die deutsche Wirtschaft 1990/91 den „Wiedervereinigungsboom“ (Abbildungen 4 und 5).

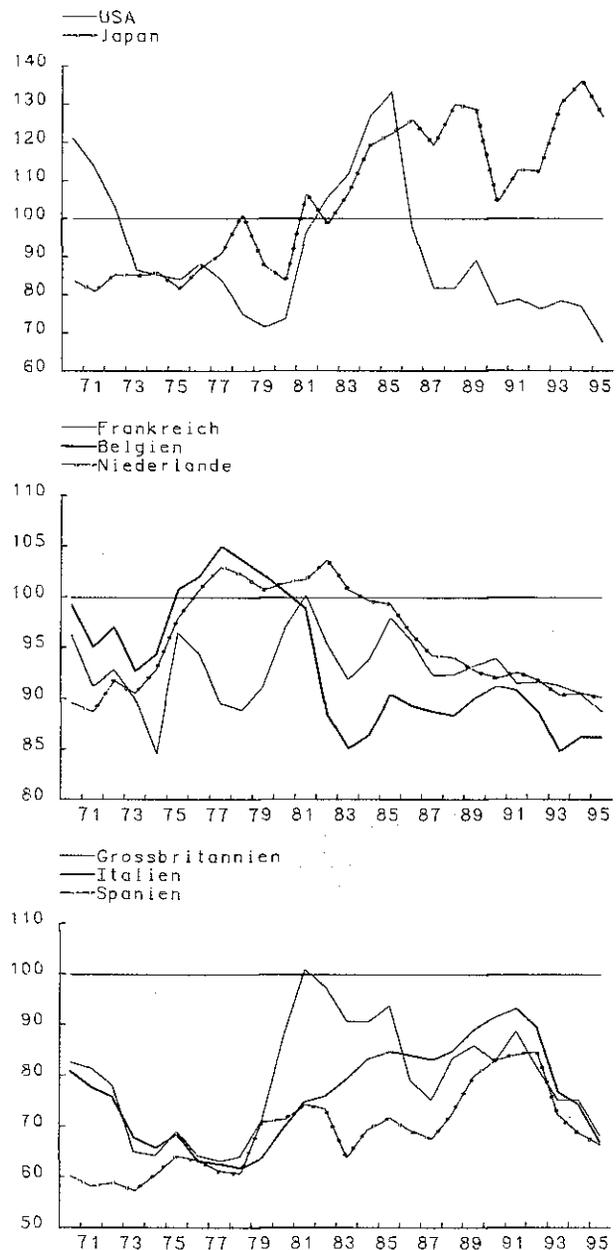
Auch die Unterschiede der realen Wechselkursänderungen zwischen 1981/1987 und 1987/1992 lassen vermuten, daß deren Einfluß auf die Divergenz der realwirtschaftlichen Entwicklung mittelfristig abgenommen

<sup>9)</sup> Die Beschleunigung der Inflation in den vier Hartwährungsländern zwischen 1987 und 1990 ergab sich im wesentlichen aus dem Sonderfaktor der Halbierung des Erdölpreises bei gleichzeitiger Dollarabwertung im Jahr 1986; aus diesem Grund sanken die Verbraucherpreise in der BRD 1986 sogar leicht.

<sup>9)</sup> Die wichtigste Ausnahme bildete Spanien; der real-effektive Wechselkurs stieg jedoch um mehr als 4% pro Jahr, während jener Großbritanniens und Italiens etwa um nur 1% zunahm. Die reale Aufwertung der Peseta entfiel überwiegend auf die Periode vor dem Eintritt Spaniens in das EWS im September 1989 (Abbildung 1).

Abbildung 2: Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Deutschland = 100



hat. Zwischen 1981 und 1987 sanken die realen Wechselkurse der Weichwährungsländer relativ zu den Hartwährungsländern um 3% pro Jahr, zwischen 1987 und 1992 stiegen sie aber um nur 1½% pro Jahr (Übersicht 1).

Die realwirtschaftliche Performance der EU in ihrer *Gesamtheit* dürfte allerdings durch die Stabilisierung der Wechselkurse und damit der monetären Rahmenbedingungen für Außenhandel und Investitionen gefördert worden sein. Während die *Gesamtproduktion* in der EU 1981/1987 um weniger als 2% pro Jahr wuchs, expandierte sie 1987/1992 um fast 3%. Zu dieser mittelfristigen Wachstumsbeschleunigung trug besonders die

Entwicklung der *Exporte und Importe* (also primär des Intra-EU-Handels) sowie der *Investitionen* bei: Sie wuchsen in der Phase stabiler Wechselkurse um etwa 2 Prozentpunkte rascher als zwischen 1981 und 1987 (Übersicht 1)

Die günstige realwirtschaftliche Entwicklung der EU zwischen 1987 und 1992 hat umgekehrt die Beibehaltung stabiler Wechselkurse erleichtert (dies gilt zumindest bis zum Einsetzen des asynchronen Konjunkturverlaufs 1990).

---

*Die realwirtschaftliche Performance der EU-Länder wurde zwischen 1987 und 1992 durch die Stabilisierung der Wechselkurse und damit der monetären Rahmenbedingungen für Außenhandel und Investitionen erheblich gefördert.*

---

Das Konjunkturmuster kann nicht die Hauptursache dieser ausgeprägten Wachstumsbeschleunigung sein. Zwar drückt die ungünstige Entwicklung im letzten Rezessionsjahr 1982 die durchschnittliche Wachstumsrate 1981/1987, doch entwickelten sich gerade die EU-Exporte 1982 infolge der anhaltenden Dollaraufwertung relativ günstig (Abbildung 5); auch die Entwicklung der Investitionen und des BIP im Jahr 1982 dämpfte deren durchschnittliche Veränderungsrate über sechs Jahre um weniger als ½ Prozentpunkt. Der asynchrone Konjunkturverlauf Anfang der neunziger Jahre beeinflusste die mittelfristige Wachstumsrate der EU zwischen 1987 und 1992 wenig, weil der (statistische) Effekt des Wiedervereinigungsbooms in Deutschland 1990/91 auf das Wachstum der EU insgesamt durch die Rezession 1990/1992 in Großbritannien und Skandinavien annähernd kompensiert wurde.

Das relativ hohe Wachstum in der Phase stabiler Wechselkurse trug wesentlich dazu bei, daß *Arbeitslosenquote* und *Budgetdefizit* (in Prozent des BIP) in der EU insgesamt zwischen 1988 und 1992 um etwa 1 Prozentpunkt niedriger waren als 1982/1987 (Übersicht 1).

### DER FAKTISCHE ZUSAMMENBRUCH DES EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSSYSTEMS 1992/93

Die Belebung des europäischen Integrationsprozesses seit Mitte der achtziger Jahre war 1988 Anlaß zur Einsetzung einer Kommission, welche ein Jahr später den „Delors Plan“ über die dreistufige Einführung einer *Währungsunion* in der EU vorlegte:

- In *Stufe 1* sollten *sämtliche* EU-Währungen nur noch innerhalb der engen Bandbreite von  $\pm 2,25\%$  um die EWS-Leitkurse schwanken, *Realignments* wären aber weiterhin möglich

- In *Stufe 2* sollte die realwirtschaftliche Konvergenz weiter voranschreiten, *Realignments* wären nur noch „in exceptional circumstances“ möglich, gleichzeitig sollte das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) geschaffen werden
- In *Stufe 3* würden zunächst die Wechselkurse „unwiderfürlich“ fixiert und dann die Währungsunion durch Einführung einer einheitlichen Währung vollendet. Die Geldpolitik sollte europaweit von der Europäischen Zentralbank (EZB) bestimmt werden

Bereits der Delors-Plan knüpfte die Teilnahme an der dritten Stufe des Übergangs zur Währungsunion an die Erfüllung bestimmter Kriterien, insbesondere hinsichtlich der Fiskalpolitik (diese wurden allerdings noch nicht im Detail spezifiziert<sup>7)</sup>).

Bis Anfang 1992 verlief die Entwicklung nach Plan: *Spanien, Großbritannien und Portugal* traten dem EWS bei, im Dezember 1991 einigten sich die EU-Regierungschefs auf den „*Vertrag über die Europäische Union*“, der die wichtigsten Elemente des Delors-Plans übernahm und konkretisierte. Er wurde im Februar 1992 in *Maastricht* feierlich unterzeichnet.

Wenige Monate später schlug die seit 1986 anhaltende Tendenz zu stabilen monetären Rahmenbedingungen und verstärkter realwirtschaftlicher Integration in ihr Gegenteil um: Zwischen September 1992 und August 1993 brach das EWS de facto zusammen, die ausgeprägten Wechselkursverschiebungen spalteten Europa in einen Hartwährungsblock und die Weichwährungsländer. Diese monetäre Desintegration verschärfte nicht nur die Rezession 1993, sondern trug auch dazu bei, daß sich die Wirtschaft im Hartwährungsblock seither ungünstiger entwickelte als in den Weichwährungsländern.

Das Zusammenwirken folgender Faktoren hat die monetäre Spaltung Europas hauptsächlich verursacht:

- *asynchroner Konjunkturverlauf* Anfang der neunziger Jahre,
- die daraus resultierenden Unterschiede in der *Zinspolitik* von Deutschland und den USA,
- Priorität „*nationalökonomischer*“ Ziele in der Zinspolitik der Deutschen Bundesbank und damit die *Vernachlässigung der gesamteuropäischen Dimension*,
- Orientierung der Zinspolitik der Deutschen Bundesbank an der *Geldmenge M3*,
- „*talking the dollar down*“ durch die Regierung Clinton,
- *Dominanz kurzfristig-spekulativer Transaktionen* auf den Devisenmärkten.

---

<sup>7)</sup> Zur Entwicklung des EWS und der Vorgeschichte des Maastricht-Vertrags siehe *Bladen-Hovell* (1994) sowie *Artis* (1994)

Angesichts der *Konjunkturverschlechterung* wurde die Geldpolitik in den USA und Großbritannien Ende 1990 stark gelockert, gleichzeitig verschärfte die Deutsche Bundesbank ihren Restriktionskurs, insbesondere wegen der *Inflationsbeschleunigung* im Zuge der Wiedervereinigung: 1991 gingen die Geldmarktzinsen in den USA und Großbritannien deutlich zurück, während sie in Deutschland weiter stiegen (Abbildung 3).

Ende 1991 war das Zinsdifferential zwischen Pfund und DM so klein geworden, daß die Geldpolitik in Großbritannien nicht weiter gelockert werden konnte, da in diesem Fall der Wechselkurs gegenüber der DM nicht mehr zu halten gewesen wäre. In den USA gingen hingegen die Zinsen weiter zurück, in Deutschland nahmen sie weiter zu, der *Druck auf den Wechselkurs des Dollars* gegenüber der DM stieg. Er „entlud“ sich wenige Wochen nach Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags: Zwischen März 1992 und August 1992 gab der Dollarkurs Monat für Monat nach, insgesamt sank er gegenüber der DM und den anderen EWS-Währungen um etwa 15% (Abbildung 3).

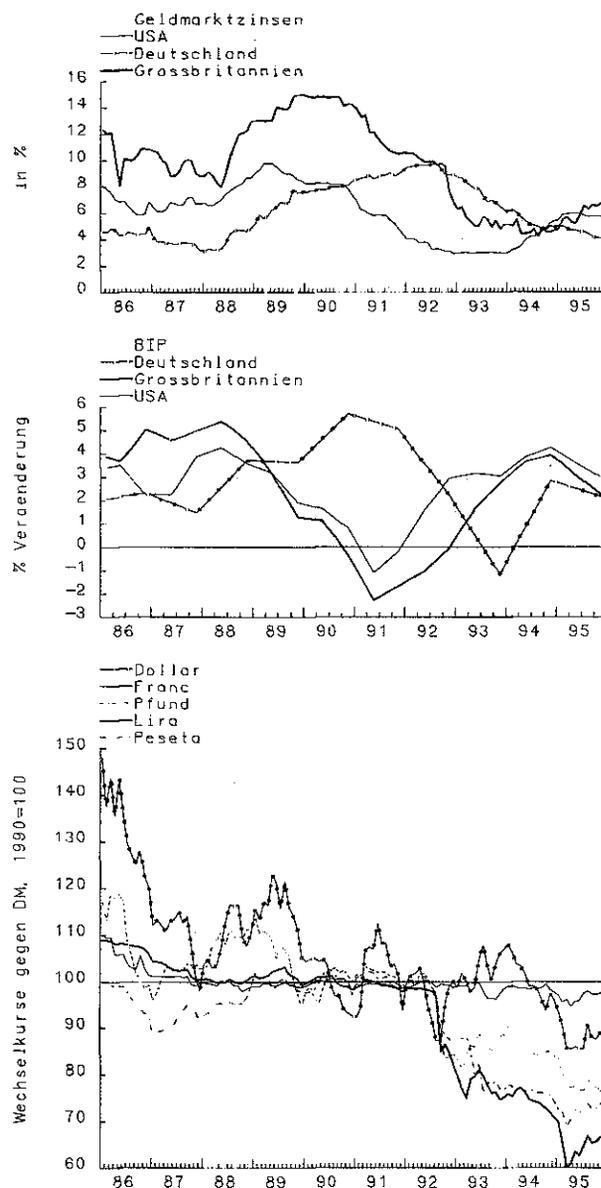
Diese Entwicklung verschärfte die Lage der europäischen „Rezessionsländer“ erheblich: Einerseits konnten sie bei weiter stabilen DM-Paritäten wegen der Politik der Deutschen Bundesbank ihr Zinsniveau nicht senken, andererseits werteten ihre Währungen gegenüber dem Dollar stark auf (davon waren *Großbritannien* und die *skandinavischen Länder* besonders betroffen, weil ihre Wirtschaft mit den USA enger verflochten ist als jene der mitteleuropäischen Länder, deren Konjunkturlage überdies günstiger war).

Die *Spannungen innerhalb des EWS* nahmen Ende Juni 1992 weiter zu, als Dänemark den Maastricht-Vertrag in einem *Referendum* ablehnte. Angesichts der bevorstehenden Abstimmung in Frankreich und der Tatsache, daß Italien von allen großen EU-Ländern am weitesten von der Erfüllung der Maastricht-Kriterien entfernt war, nahmen die Zweifel an der Verwirklichung der Währungsunion zu, der spekulative Abwertungsdruck weitete sich auf die *Lira* und den *Franc* aus.

*Die EWS-Krise vom September 1992 wurde in erster Linie durch den Widerspruch zwischen der „nationalökonomisch“ orientierten Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank und der gesamteuropäischen Notwendigkeit eines niedrigeren Zinsniveaus verursacht.*

In dieser Situation wurde allgemein erwartet, daß die Deutsche Bundesbank ein „*gesamteuropäisches Signal*“ setzen und die *Leitzinsen senken* würde (siehe etwa die Berichte des „Wall Street Journal“ in den ersten zwei Juli-Wochen 1992). Tatsächlich hob jedoch die Bundes-

Abbildung 3: Dollar, DM und der Zusammenbruch des EWS



bank Mitte Juli 1992 den *Diskontsatz auf das höchste Niveau der Nachkriegszeit* an. Diese Maßnahme enttäuschte die Hoffnungen auf Zinssenkungen nicht nur in den EU-Partnerländern, sondern auch in Deutschland selbst: Die deutsche Wirtschaft befand sich seit Ende 1991 in einem Abschwung (Abbildung 3).

Die Bundesbank begründete ihre Maßnahme mit dem hohen Wachstum der *Geldmenge M3*, dieses war jedoch durch die Politik der Bundesbank selbst (mit)verursacht worden, und zwar über zwei Kanäle (siehe dazu *Board of Governors, 1995*):

- Die Hochzinspolitik nährte Erwartungen einer DM-Aufwertung und induzierte so *Kapitalzuflüsse*, welche zu einem erheblichen Teil in *Termingeldern* angelegt wurden (diese wuchsen unter allen Komponenten von M3 im Laufe des Jahres 1992 am stärksten).

- Die Hochzinspolitik trug wesentlich dazu bei, daß die Zinsstruktur seit Ende 1991 immer „inverser“ wurde: Der Geldmarktzins lag zunehmend über dem Anleihezins. Dies verursachte Umschichtungen von längerfristigen zu kurzfristigen Anlagen, insbesondere zu den Termingeldern, was wiederum das Wachstum der Geldmenge M3 erhöhte<sup>8)</sup>

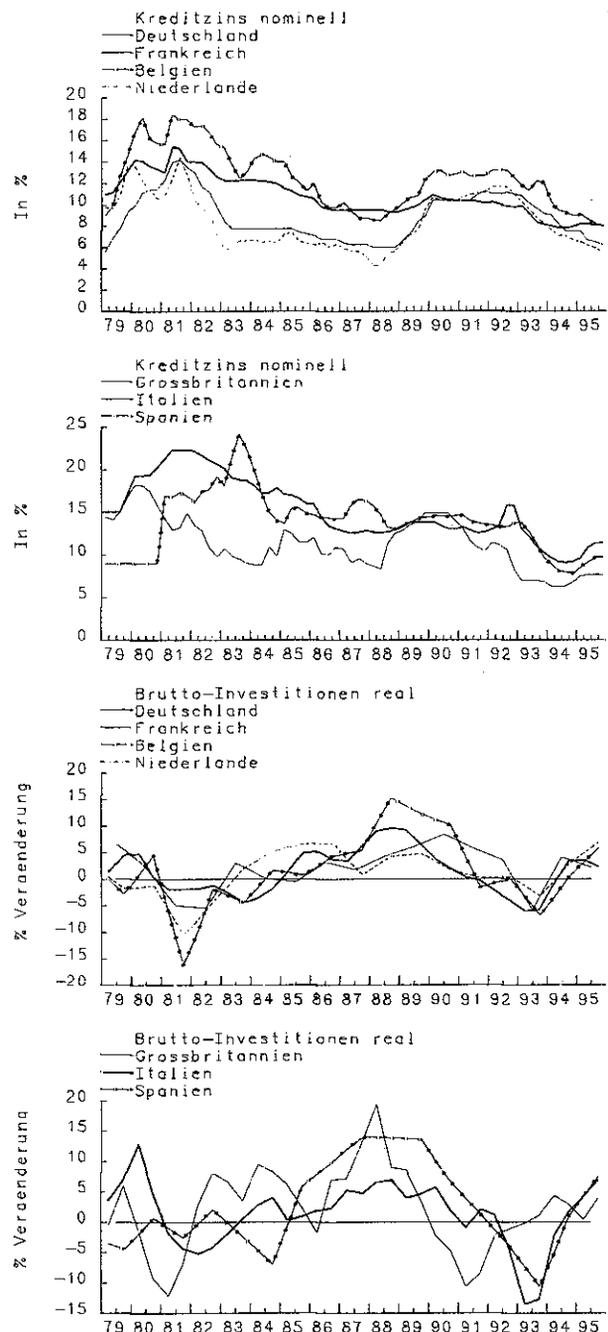
Die deutsche Leitzinserhöhung und die wachsende Unsicherheit über den weiteren Weg zur Währungsunion (insbesondere angesichts des für 20. September 1992 angesetzten Maastricht-Referendums in Frankreich) ließen im August und September den spekulativen Aufwertungsdruck gegenüber der DM und den Abwertungsdruck gegenüber dem Pfund, der Lira und dem Franc rasch steigen. Erst am 14. September senkte die Deutsche Bundesbank – „im Abtausch“ gegen eine Abwertung der Lira – die Leitzinsen geringfügig; gleichzeitig betonte Bundesbankpräsident Schlesinger, daß es in absehbarer Zeit keine weiteren Zinssenkungen geben würde; auch wollte er nicht ausschließen, daß „noch die eine oder andere Währung unter Druck geraten könne“<sup>9)</sup>. Am nächsten Tag nahm die Spekulation gegen das Pfund und die Lira solche Ausmaße an, daß beide Währungen aus dem EWS ausscheiden mußten.

Die EWS-Krise wurde somit in erster Linie durch den Widerspruch zwischen der „nationalökonomisch“ orientierten Hochzinspolitik der Deutschen Bundesbank und der gesamteuropäischen Notwendigkeit eines niedrigeren Zinsniveaus verursacht. Die „Rezessionsländer“ litten nämlich in erster Linie unter der ausgeprägten Investitionsschwäche, welche durch das hohe Zinsniveau wesentlich mitverursacht wurde, und viel weniger unter einer ungünstigen Entwicklung der Außenwirtschaft. Dies gilt besonders für Großbritannien: Das gesamtwirtschaftliche Preisniveau war 1991 um etwa 15% niedriger als in Deutschland (Abbildung 2), der real-effektive Wechselkurs des Pfund war seit 1989 mittelfristig unverändert (Abbildung 1), die Leistungsbilanz verbesserte sich zwischen 1990 und 1992 erheblich (Abbildung 6), die Exporte belebten sich im Verlauf des Jahres 1992 (Abbildung 5). Die bei weitem wichtigste Ursache

<sup>8)</sup> Eine dritte Form von „M3-Paradoxie“ ergibt sich dann, wenn primär die Komponente „Spareinlagen“ zum Wachstum von M3 beiträgt, wie etwa seit Mitte 1994: Wenn etwa deutsche Haushalte wegen zunehmender Angst vor Arbeitslosigkeit ihre Spareinlagen ausweiten („Vorsichtssparen“), würde die dadurch verursachte Beschleunigung des Geldmengenwachstums die Bundesbank zu einer Zinserhöhung veranlassen, also genau zum Gegenteil dessen, was eine Zunahme des Sparens indiziert, nämlich ein Sinken von Inflationsdruck und Gleichgewichtszins.

<sup>9)</sup> Diese Äußerungen fielen am 15. September in einem Interview mit dem „Handelsblatt“ und dem „Wall Street Journal“. Seine Veröffentlichung am Tag darauf wurde von Kommentatoren außerhalb Deutschlands – insbesondere in Großbritannien – als wichtigster Auslöser für den Teilzusammenbruch des EWS am 16. September 1992 bezeichnet (siehe etwa „Financial Times“, 16.-17. September 1992).

Abbildung 4: Kreditzins und Investitionsnachfrage



für die anhaltende Rezession in Großbritannien war der starke Rückgang der Investitionen (Abbildung 4), um diese wieder zu beleben, hätte das Zinsniveau deutlich gesenkt werden müssen. Dies konnte jedoch wegen der Hochzinspolitik der Bundesbank erst nach (durch) Aufgabe stabiler Wechselkurse realisiert werden (Abbildung 3).

Im Sommer 1993 nahmen die Spannungen auf den europäischen Devisenmärkten neuerlich zu, wieder ausgelöst durch einen Verfall des Dollarkurses: Unmittelbar nach dem Amtsantritt von Präsident Clinton verschärfte sich der Handelskonflikt mit Japan, gleichzeitig wertete der Dollar kontinuierlich ab – zwischen Jänner und

August 1993 sank sein Wechselkurs gegenüber dem Yen um etwa 15% (diese Entwicklung wurde durch ein „*talking the dollar down*“ von der Regierung Clinton gefördert). Im Juli 1993 begann der Dollarkurs auch gegenüber der DM wieder rasch zu sinken, gleichzeitig nahm innerhalb des EWS der spekulative Aufwertungsdruck gegenüber der DM zu, der entsprechende *Abwertungsdruck* erfaßte nicht nur die Weichwährungen, sondern insbesondere auch *den französischen Franc* (Abbildung 3). Diese Entwicklung mündete im August 1993 in der Aufgabe der engen Bandbreiten für die Kursschwankungen der EWS-Währungen, sie wurden von  $\pm 2,25\%$  auf  $\pm 15\%$  erweitert<sup>10)</sup>

Die starke Dollarabwertung zwischen Ende 1993 und Anfang 1995 (gegenüber der DM sank der Dollarkurs um mehr als 20%) vertiefte die *monetäre Spaltung* der EU: Die Wechselkurse der Weichwährungen, insbesondere des Pfund, der Lira und der Peseta gegenüber der DM sanken auf historische Tiefstwerte (Abbildung 3).

## DIE WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG IN DER EU BEI SCHWANKENDEN WECHSELKURSEN

Seit 1992 wurden die Weichwährungen gegenüber der DM um durchschnittlich  $8\frac{1}{2}\%$  pro Jahr billiger. Während ihr *nominell-effektiver Wechselkurs* um  $6\frac{1}{2}\%$  pro Jahr sank, nahm jener des Hartwährungsblocks um etwa 3% pro Jahr zu (Übersicht 1). Im Gegensatz zur Periode 1973/1986 stiegen die *Verbraucherpreise* in den Weichwährungsländern trotz dieser enormen Abwertung um nur etwa 2 Prozentpunkte pro Jahr rascher als im Hartwährungsblock

Noch markanter unterscheidet sich die Entwicklung der *Lohnstückkosten* von früheren Phasen instabiler Wechselkurse: Sie nahmen in den Weichwährungsländern *nicht* rascher zu als im Hartwährungsblock, sodaß sich die nominellen *und* die realen effektiven Wechselkurse in den einzelnen Ländern etwa *gleichschrittig* entwickelten (mit Ausnahme von Griechenland). Insgesamt gingen die real-effektiven Wechselkurse der Weichwährungsländer um 6% pro Jahr zurück, während sie im Hartwährungsblock um 3% pro Jahr stiegen (Übersicht 1).

Die Lohnzurückhaltung in den Weichwährungsländern dürfte im wesentlichen darauf zurückzuführen sein, daß

nicht nur die *Arbeitslosigkeit*, sondern auch *Budgetdefizit* und *Staatsverschuldung* in den Weichwährungsländern viel höher sind als im Hartwährungsblock. Um die Maastricht-Kriterien zu erreichen, muß die Fiskalpolitik in den Weichwährungsländern besonders restriktiv gehalten werden. Ein dadurch bedingter drastischer Anstieg der Arbeitslosigkeit kann in erster Linie dann gemildert werden, wenn es den Weichwährungsländern gelingt, durch nominelle *Abwertungen* und *Lohnzurückhaltung* ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und so *Arbeitsplätze auf Kosten der Hartwährungsländer* zu gewinnen.

Die realen Wechselkursänderungen innerhalb der EU hatten große *Verschiebungen* des gesamtwirtschaftlichen *Preisniveaus* zur Folge (Übersicht 1): Das BIP der Weichwährungsländer war 1992 um durchschnittlich 15%, 1995 um  $31\frac{1}{2}\%$  „billiger“ als jenes von Deutschland, gleichzeitig ging das Preisniveau der (anderen) Hartwährungsländer gegenüber der BRD zurück, allerdings insgesamt um nur 3%. Das deutsche Preisniveau hat sich somit *gegenüber allen* wichtigen EU-Partnerländern erhöht, in erster Linie wegen der enormen Aufwertung der DM (Abbildung 2).

Die Veränderungen der preislichen Konkurrenzfähigkeit innerhalb der EU als Folge der monetären Desintegration hatten erhebliche realwirtschaftliche Konsequenzen. Während die *Gesamtexporte* der Hartwährungsländer zwischen 1992 und 1995 um 9% pro Jahr expandierten, wuchsen jene des Hartwährungsblocks um nur 3% pro Jahr. Diese Entwicklung trug dazu bei, daß das *Wirtschaftswachstum* in den Weichwährungsländern um etwa  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt pro Jahr höher ausfiel als im Hartwährungsblock (Übersicht 1, Abbildung 5)

---

*Die Wechselkursänderungen hatten große Verschiebungen des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus innerhalb der EU zur Folge. Das BIP der Weichwährungsländer war 1992 um durchschnittlich 15%, 1995 um  $31\frac{1}{2}\%$  „billiger“ als jenes von Deutschland. Das deutsche Preisniveau hat sich gegenüber allen wichtigen EU-Partnerländern erhöht.*

---

Die Verbesserung der *Leistungsbilanz* der Weichwährungsländer um  $2\frac{1}{2}\%$  des BIP zwischen 1992 und 1995 erleichterte die Budgetkonsolidierung. Das Defizit der öffentlichen Haushalte im Hartwährungsblock nahm um  $\frac{1}{2}\%$  des BIP zu, in den Weichwährungsländern ging es im gleichen Ausmaß zurück (Übersicht 1, Abbildung 6).

Die unterschiedliche Performance der Hart- und Weichwährungsländer zwischen 1992 und 1995 wurde auch

<sup>10)</sup> Zur Bedeutung des Dollarkurses im Prozeß der monetären Spaltung Europas und Ostasiens siehe Schulmeister, St., „Divergenzen im internationalen Wachstumsprozeß. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2000“, in diesem Heft, insbesondere Abbildungen 5 und 6. Zur Rolle der Deutschen Bundesbank im Prozeß der Destabilisierung des EWS siehe Avesani – Gallo – Salmon (1994) und Bladen-Hovell (1994).

Abbildung 5: Exportdynamik und Wirtschaftswachstum in Europa

Veränderung gegen das Vorjahr in %

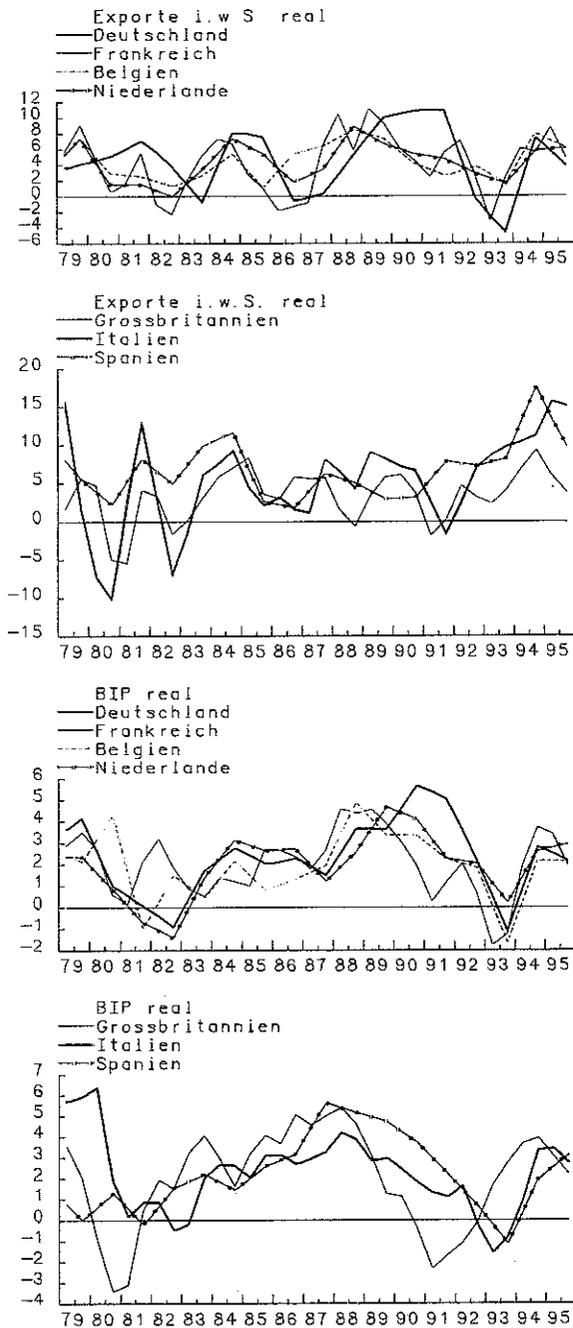
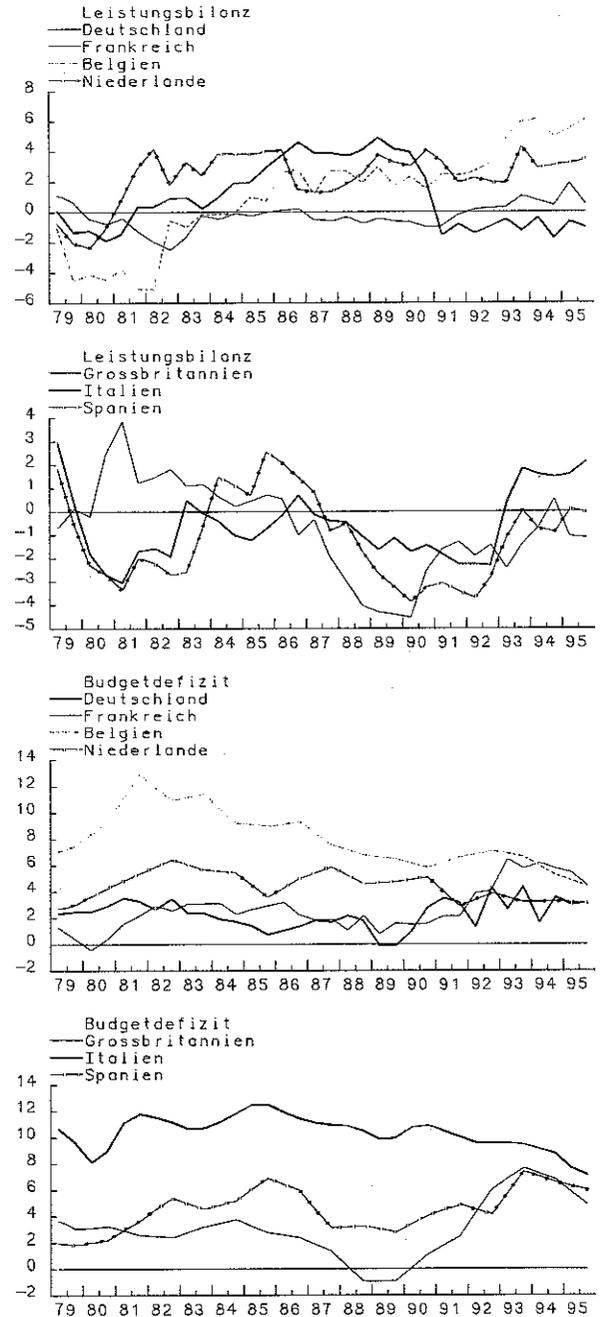


Abbildung 6: Leistungsbilanz und Budgetdefizit

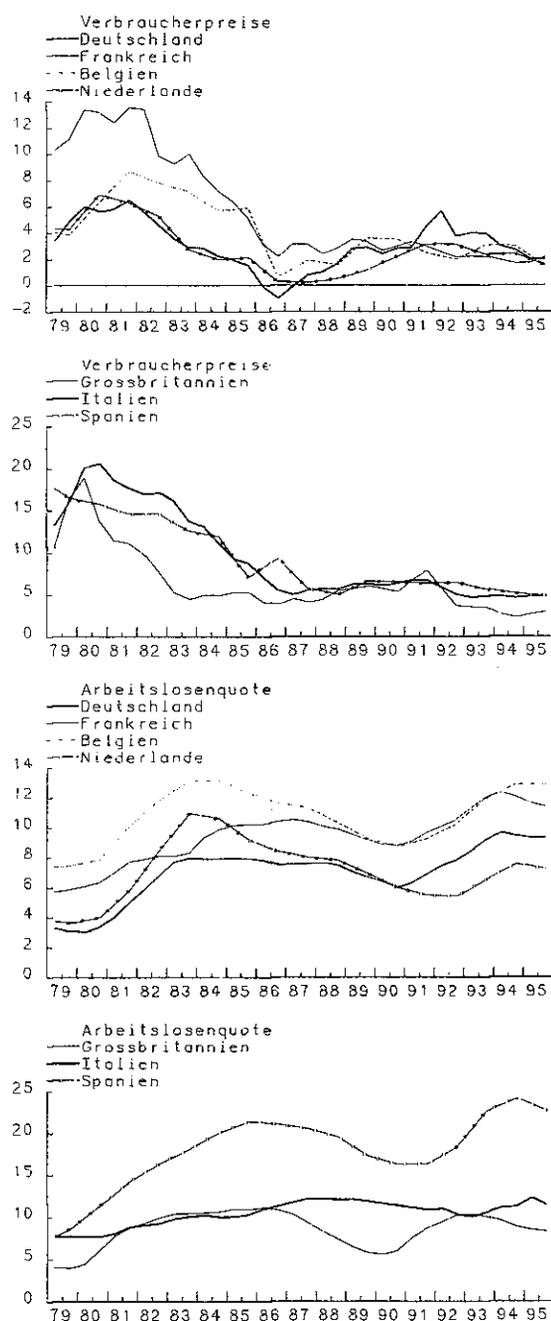
In % des BIP



durch den Konjunkturverlauf bestimmt: Während sich Großbritannien und die skandinavischen Länder 1993 in einer Aufschwungphase befanden, erreichte die Rezession in den meisten Hartwährungsländern ihren Tiefpunkt (Abbildung 5). Ein Vergleich zwischen Deutschland und Italien – in beiden Ländern verlief die Konjunktur ähnlich – legt jedoch nahe, daß die Wechselkursverschiebungen eine wesentliche Ursache der unterschiedlichen Wirtschaftsdynamik innerhalb der EU seit 1992 waren (Übersicht 2).

Bei einer real-effektiven Aufwertung der DM um 5½% pro Jahr wuchsen die deutschen Exporte zwischen 1992 und 1995 um 2% pro Jahr, das Leistungsbilanzdefizit blieb konstant, die Arbeitslosenquote stieg um fast 2 Prozentpunkte, das Budgetdefizit um etwa ½% des BIP. In Italien expandierten die Exporte um 12% pro Jahr (die real-effektive Lira-Abwertung betrug 10% pro Jahr), die Leistungsbilanz verbesserte sich um 4½% und das Budgetdefizit um 2% des BIP; die Arbeitslosenquote stieg um weniger als 1 Prozentpunkt (siehe auch die Abbildungen 5 bis 7).

Abbildung 7: Inflation und Arbeitslosigkeit in Europa



Das BIP wuchs in beiden Ländern trotz der großen Wechselkursverschiebungen etwa gleich stark (+1½%): Einerseits profitierte die BRD vom kräftigen Wachstum in Ostdeutschland (die westdeutsche Wirtschaft wuchs zwischen 1992 und 1995 um nur etwa 1%), andererseits fiel die Fiskalpolitik in Italien angesichts der enormen Staatsverschuldung (noch) restriktiver aus als in Deutschland (dies dürfte die Investitionen besonders stark gedämpft haben; Abbildung 4). Seit 1993 hat sich die Konjunktur in Italien besser erholt als in Deutschland: 1995 betrug das Wirtschaftswachstum 3%, in Deutschland hingegen kaum 2%.

Die realwirtschaftliche Dynamik in der gesamten EU dürfte durch die Destabilisierung der Wechselkurse gedämpft worden sein<sup>11)</sup>. Das Wirtschaftswachstum betrug in der Periode 1992/1995 1½% pro Jahr und war damit nur halb so hoch wie zwischen 1987 und 1992. Zwar ist diese Wachstumsdifferenz auch durch den Konjunkturverlauf bestimmt, insbesondere durch die Rezession 1993, doch läßt sich argumentieren, daß diese durch die monetäre Destabilisierung selbst verschärft wurde. Überdies fiel für etwa ein Viertel der EU-Bevölkerung die Rezession bereits in die Periode 1987/1992. Und schließlich lassen die vorliegenden Prognosen vermuten, daß die durch die Destabilisierung der Wechselkurse verursachten innereuropäischen Friktionen zumindest noch in den kommenden zwei Jahren Wachstumsverluste verursachen werden.

Das Expansionstempo des Intra-EU-Handels dürfte 1992/1995 gegenüber der Periode 1987/1992 – trotz der Schaffung des Binnenmarktes – merklich gesunken sein: Waren Export und Import der EU-Länder 1987/1992 nahezu gleichschrittlig gewachsen, so nahm der Import seit 1992 um 2½ Prozentpunkte pro Jahr langsamer zu als der Export (+6% pro Jahr). Da sich gleichzeitig die Leistungsbilanz nahezu aller EU-Länder zwischen 1992 und 1995 verbesserte, dürfte die Ausfuhr in Drittländer besonders stark gestiegen sein.

Die Arbeitslosenquote war in der EU im Durchschnitt der Jahre 1993/1995 um etwa 2 Prozentpunkte höher als 1988/1992. Dies trug wesentlich dazu bei, daß auch das Budgetdefizit der EU-Länder seit 1992 im Durchschnitt um 2% des BIP höher ausfiel als in der Periode stabiler Wechselkurse (Übersicht 1).

## DIE KÜNFTIGE ENTWICKLUNG DES WÄHRUNGSSYSTEMS IN EUROPA

Die Ausgangsbedingungen für die weitere Wirtschaftsentwicklung sind derzeit in Deutschland besonders ungünstig. Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab, die Arbeitslosigkeit steigt, die Budgetkonsolidierung bleibt deshalb hinter ihren Zielen zurück. Zu dieser Entwicklung trug die Destabilisierung der Wechselkurse seit 1992 erheblich bei. Von allen EU-Währungen wertete die DM bei weitem am stärksten auf, und dies wurde zur wichtigsten Ursache für die Verschlechterung des Wirtschaftsstandortes Deutschland. In einheitlicher Währung ist das gesamtwirtschaftliche Preisniveau in Deutschland um fast 50% höher als in den USA und in den europäischen Weichwährungsländern und um etwa 10% höher als in den anderen Hartwährungsländern der EU (Übersicht 1, Abbildung 2).

<sup>11)</sup> Die EU-Kommission schätzt die Wachstumsverluste infolge der Wechselkursinstabilität für das Jahr 1995 auf 0,25 bis 0,5 Prozentpunkte (EU-Kommission, 1995).

Nicht nur wegen dieser Entwicklung, sondern auch weil die Kosten eines Scheiterns dieses Projekts für die deutsche Wirtschaft besonders hoch wären, liegt die Realisierung der europäischen Währungsunion im besonderen Interesse Deutschlands. Weitet sich die derzeitige

---

*Die Ausgangsbedingungen für die weitere Wirtschaftsentwicklung sind derzeit in Deutschland besonders ungünstig: Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab, die Arbeitslosigkeit steigt, die Budgetkonsolidierung bleibt deshalb hinter den angepeilten Zielen zurück.*

---

Wachstumsabschwächung zu einer echten Rezession aus, so steigt das Budgetdefizit aller wichtigen EU-Länder wieder deutlich; die dritte Stufe des Übergangs zu einer Euro-Währung könnte dann kaum vor dem Jahr 2000 in Angriff genommen werden. Bei rasch zunehmender Arbeitslosigkeit könnte sich die Konkurrenz zwischen den EU-Ländern um Investitionen, Produktionsstandorte und Arbeitsplätze wesentlich verschärfen, das Interesse der Weichwährungsländer an einer Stabilisierung ihrer Wechselkurse gegenüber der DM würde erheblich sinken, zumal die Arbeitslosigkeit in diesen Ländern besonders hoch ist.

Unter diesen Umständen würde der Wechselkurs der DM wieder steigen und der Wirtschaftsstandort Deutschland weiter verschlechtert werden. Eine solche Entwicklung könnte die enge Kooperation zwischen Deutschland und Frankreich gefährden, insbesondere die Stabilität des Franc-Kurses gegenüber der DM.

Auch wenn dieses Szenario nicht dem – nach dem derzeitigen Informationsstand – wahrscheinlichsten Entwicklungspfad entspricht, hat doch die Möglichkeit seines Eintretens seit Mitte 1995 zugenommen (siehe dazu Schulmeister, St., „Divergenzen im internationalen Wachstumsprozeß. Mittelfristige Prognose der Weltwirtschaft bis 2000“, in diesem Heft). Eine wichtige vorbeugende Maßnahme bestünde in einer weiteren Senkung der deutschen Leitzinsen, und zwar aus mehreren Gründen:

- Derzeit liegt das Niveau der Kreditzinsen (Prime Rate) in Deutschland bei 6½% und damit um etwa 3 Prozentpunkte über der nominellen Wachstumsrate; eine solche Konstellation dämpft infolge des – für jeden Schuldnersektor geltenden – „dynamic budget constraint“ die Kredit- und damit auch die Investitionsbereitschaft der Unternehmen (siehe dazu Schulmeister, 1995).
- Ein Rückgang der Kreditzinsen um etwa 2 Prozentpunkte würde die Gewinnlage der deutschen Unternehmen – welche nicht zuletzt infolge der Über-

bewertung der DM unter Druck geraten ist – erheblich verbessern<sup>12)</sup>; dies gilt insbesondere dann, wenn die Geschäftsbanken mehr als bisher die Zinsen nicht nur für Neukredite, sondern auch für die „Altschulden“ senken, also das niedrige Niveau der Spar- wie auch der Leitzinsen an die Unternehmen weitergeben.

- Da die DM de facto die europäische Leitwährung ist, würde ein weiterer Zinsrückgang in Deutschland das gesamteuropäische Zinsniveau senken.
- Sinkende DM-Zinsen könnten auch zu einer Korrektur der Disparitäten zwischen den Hart- und Weichwährungen beitragen, sie würden jedenfalls den Aufwertungsdruck der DM gegenüber den Weichwährungen mildern.

Da Zinszahlungen Produktionskosten sind und eine „demand pull inflation“ angesichts freier Kapazitäten nicht zu erwarten ist, würden Zinssenkungen – wie Kostensenkungen im allgemeinen – den Preisauftrieb weiter dämpfen; dies gilt wegen der Überbewertung der DM umso mehr<sup>13)</sup>.

## LITERATURHINWEISE

- Artis, M., „European Monetary Union“, in Artis, M., Lee, L., The Economics of the European Union, Oxford University Press, New York, 1994
- Avesani, R., Gallo, G. M., Salmon, M., „On the Nature of Commitment in Flexible Target Zones and the Measurement of Credibility: The 1993 ERM Crisis“, European University Institute, Florenz, Economics Department, Working Paper, 1994
- Bladen-Hovell, R., „The European Monetary System“, in Artis, M., Lee, L., The Economics of the European Union, Oxford University Press, New York, 1994
- Board of Governors of the Federal Reserve System, „German Monetary Targeting: A Retrospective View“, Federal Reserve Bulletin, 1995, 81(10), S. 917-931.
- EU-Kommission, The Impact of Currency Fluctuations on the Internal Market, Brüssel, 1995 (mimeo)
- Schulmeister, St., „Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung“, WIFO-Monatsberichte, 1995, 68(3).

<sup>12)</sup> Da die Verbindlichkeiten der deutschen Unternehmen überwiegend in flexibel verzinsten Bankkrediten bestehen (siehe die Geldvermögensrechnung der Deutschen Bundesbank), beeinflussen Leitzinsänderungen unmittelbar die Unternehmensgewinne. So nahmen die Zinszahlungen der Unternehmen zwischen 1989 und 1992 um insgesamt 90 Mrd. DM bzw. 17½% pro Jahr zu (die Lohnsumme stieg im gleichen Zeitraum um nur 8% pro Jahr); mehr als die Hälfte der zusätzlichen Zinsbelastung war die Folge höherer Kreditzinsen und damit der Hochzinspolitik der Bundesbank.

<sup>13)</sup> Die Entwicklung der letzten zwei Jahre in Japan macht deutlich, daß eine Senkung des Diskontsatzes bis nahe 0% in einem Land mit stark überbewerteter Währung die Inflation keineswegs beschleunigt.

*Exchange Rate Regime and Economic Activity in the European Union – Summary*

Between 1982 and 1986, the weaker European currencies were devalued substantially in a number of realignments. At the same time, consumer prices and unit labor costs in the countries concerned rose above average, making for a decline in the real effective exchange rate by only 1½ percent p. a., while the latter increased by the same amount in the hard-currency countries. Although exports and investment in the countries of weaker currency were stimulated by these devaluations, GDP of the EU as a whole expanded by hardly 2 percent p. a. over the period 1981-1987.

From 1987 to 1992 when exchange rates remained stable inflation differentials between soft- and hard-currency countries abated gradually, while trend GDP growth in the EU accelerated to almost 3 percent p. a. Stable framework conditions for intra-EU trade have been largely responsible for this outcome.

Between September 1992 and August 1993 the EMS de facto collapsed, mainly due to the fact that the policy of high interest rates pursued by the Bundes-

bank was oriented towards developments in Germany, while disregarding the need for lower interest rates in EMS partner countries, particularly in the U. K.

Unlike in earlier phases of exchange rate instability unit labor costs since 1992 have not advanced by more than in the hard-currency block, resulting in a large shift in price competitiveness: between 1992 and 1995, the real effective exchange rate of the hard-currency area rose by an average 3 percent p. a. while that of the other EU countries fell by 6 percent p. a. Over the same period, total exports of the soft-currency area increased by an annual 9 percent, those of the hard-currency block by only 3 percent.

Growth of real economic activity in the EU as a whole has been dampened by exchange rate instability: between 1992 and 1995, real GDP advanced 1½ percent p. a., only half the amount of the 1987-1992 period. Expansion of intra-EU trade, too, has been slower in the latter period – despite the establishment of the single market – than during the period of stable exchange rates.