

**Volkswirtschaftliche Schriften**

**Heft 529**

# **Zehn Jahre Vertrag von Maastricht**

**Herausgegeben von**

**Joachim Ahrens und Renate Ohr**



**Duncker & Humblot · Berlin**

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-50879-2>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-20 13:59:24

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

**JOACHIM AHRENS / RENATE OHR (Hrsg.)**

**Zehn Jahre Vertrag von Maastricht**

# Volkswirtschaftliche Schriften

Begründet von Prof. Dr. Dr. h. c. J. Broermann †

Heft 529

# Zehn Jahre Vertrag von Maastricht

Herausgegeben von  
Joachim Ahrens und Renate Ohr



Duncker & Humblot · Berlin

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-50879-2>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-20 13:59:24

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

**Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische  
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

**Alle Rechte vorbehalten**

© 2003 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fotoprint: Werner Hildebrand, Berlin  
Printed in Germany

**ISSN 0505-9372**  
**ISBN 3-428-10879-5**

**Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺**

## Vorwort

Das seit 1999 bestehende „Zentrum für Globalisierung und Europäisierung der Wirtschaft“ (*CeGE*) an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen umfasst eine Gruppe von Forschern verschiedener Disziplinen, die sich das Ziel gesetzt haben, europäische und globale Wirtschaftsbeziehungen in ihren Ursachen und Auswirkungen interdisziplinär zu analysieren und daraus wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen abzuleiten. Dabei wird auch der gesellschaftliche Dialog gesucht, um zu erfassen, über welche Wege das wohlfahrtstheoretisch Wünschenswerte mit dem wirtschaftspolitisch Machbaren verbunden werden kann.

Neben der Analyse der Chancen und Risiken von Globalisierungsprozessen stellt die Europäische Integration den zentralen Forschungsschwerpunkt des *CeGE* dar. Seit Beginn der neunziger Jahre wurde eine Reihe fundamentaler Entscheidungen für die zukünftige Entwicklung der Europäischen Union (EU) getroffen. Neben der Vollendung des Binnenmarktes sind hier insbesondere die sehr kontrovers diskutierten Beschlüsse zur Schaffung einer Europäischen Währungsunion und die Aufnahme von Beitrittsverhandlungen mit zehn Transformationsländern aus Mittel- und Osteuropa zu nennen.

Angesichts der noch geringen Erfahrungen mit der Gemeinschaftswährung und der zu erwartenden Probleme hinsichtlich einer reibungslosen Integration der Bewerberländer in die EU sind die zukünftigen Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung in Europa derzeit mit größerer Unsicherheit versehen als jemals zuvor. Vor diesem Hintergrund erscheint es notwendig, die institutionellen Rahmenbedingungen und die ökonomischen sowie politökonomischen Wirkungsmechanismen des europäischen Integrationsprozesses systematisch zu erforschen, um den Integrationsweg auch von wissenschaftlicher Seite her konstruktiv begleiten zu können.

Im Dezember 2001 jähzte sich das Datum zum zehnten Mal, an dem die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union in Maastricht den Fahrplan für die Einführung einer gemeinsamen europäischen Währung festlegten. Dies war Anlass für das *CeGE*, am 30. November 2001 das öffentliche Symposium mit dem Titel „Zehn Jahre Vertrag von Maastricht“ durchzuführen.

Die Beschlüsse von Maastricht Anfang der 90er Jahre riefen recht unterschiedliche Reaktionen in der Öffentlichkeit und in der Wissenschaft hervor:

Während die einen optimistisch von einer „Vision für Europa“ sprachen, warnten andere vor einem „gefährlichen Irrweg“. Bis heute noch prägen äußerst kontroverse Ansichten die Diskussion um die Perspektiven unserer neuen Währung. Ziel der Veranstaltung war es daher, die damalige Diskussion aus dem aktuellen Blickwinkel – mit einer nun schon mehrjährigen Erfahrung mit der Währungsunion – aufzuarbeiten, sowie die künftigen Perspektiven des Euro vor dem Hintergrund eines weiterhin sehr dynamischen europäischen Integrationsprozesses zu analysieren. Das vorliegende Buch dokumentiert das wissenschaftliche Ergebnis dieser Tagung.

Im ersten, einleitenden Kapitel „Per aspera ad astra? – Zum Prozess der monetären Integration in der Europäischen Union“ zeichnet *Joachim Ahrens* die kontroverse Diskussion um die Einführung einer Gemeinschaftswährung in groben Zügen nach und analysiert aus politökonomischer Perspektive, warum die Schaffung der Europäischen Währungsunion trotz zahlreicher, von Ökonomen vorgetragenen Bedenken und Warnungen ohne Verzögerungen und relativ reibungslos durchgesetzt wurde.

In ihrem Beitrag „Der Euro und die Kapitalmärkte: Eine neue Ära“ ziehen *Eric Perée* und *Alfred Steinherr* zunächst eine positive Bilanz für die ersten drei Jahre seit der Euro-Einführung. Die Autoren sehen vor allem in den Vorteilen eines nun deutlich stärker integrierten europäischen Kapitalmarktes ein wesentliches Plus auf der Erfolgsbilanz des Euro. Aufgrund des verstärkten Wettbewerbs werde die Kapitalversorgung in der EU verbessert, die Effizienz des Wirtschaftssystems gefördert und die Widerstandskraft der europäischen Wirtschaft gegenüber wirtschaftlichen Schocks gestärkt.

In dem sich anschließenden Artikel „Die Ursachen der Euro-Schwäche 1999–2001“ analysiert *Roland Vaubel* dagegen die Bestimmungsgründe für die seit der Euro-Einführung zu beobachtende Schwäche des Außenwertes der Gemeinschaftswährung. Er führt die weitgehend anhaltende nominale und reale Abwertung des Euro seit 1999 vor allem auf die europäische Geldpolitik, internationale divergierende Wachstumsraten sowie die Entwicklung des Ölpreises zurück.

*Joachim Starbatty* betont in seinem Beitrag „Die Abschaffung der DM ist noch keine Bereitschaft zur politischen Union“ darüber hinaus, dass die Funktionsfähigkeit der Europäischen Währungsunion (EWU) auf Dauer nur sicher gestellt werden könne, wenn transparente und sanktionierbare Spielregeln für die Einhaltung der wirtschaftspolitischen Pflichten der Euro-Länder geschaffen würden. Eine solche politische Fundierung der EWU werde aber umso schwieriger, je mehr Länder die Währungsunion umfasse.

Ergänzt werden diese Ausführungen durch die wichtigsten Argumente, die in der Podiumsdiskussion (u.a. mit Martin Hüfner, David Marsh, Werner Mussler und Werner Steuer) zum Thema „Europäische Währungsunion – poli-

tischer Preis oder ökonomische Rationalität?“ angesprochen wurden und im siebten Kapitel von *Joachim Ahrens* zusammengefasst werden.

Ausgehend von der Bestandsaufnahme, die in den ersten vier Kapiteln vorgenommen wird, wenden sich die beiden anschließenden Untersuchungen den zukünftigen Herausforderungen zu, mit denen der europäische Währungsraum, insbesondere vor dem Hintergrund der EU-Osterweiterung, konfrontiert sein wird. In dem Beitrag „Mittelfristige Herausforderungen für Euroland: Stabilität, EU-Osterweiterung, Wachstum“ konzediert *Paul J.J. Welfens*, dass der Beginn der EWU und der Arbeit der Europäischen Zentralbank (EZB) zwar weitgehend gelungen sei. Aber weiterhin ungeklärt sei die Frage, ob und wie eine nachhaltige wirtschaftliche Stabilität bei geringer Inflation und einem möglichst hohen Beschäftigungsstand realisiert werden könne. Insbesondere die Osterweiterung der EU impliziere nicht nur wirtschaftliche Herausforderungen, sondern berge auch die Frage nach der institutionellen Reformfähigkeit der EZB. Unabdingbar für einen dauerhaften Erfolg der EWU und der Osterweiterung seien vor allem die Aufrechterhaltung der Glaubwürdigkeit der europäischen Geldpolitik sowie wachstumsförderliche Reformen in den Ländern der Eurozone.

Im folgenden Kapitel verengen *Peter Bofinger* und *Timo Wollmershäuser* die Betrachtungsweise und diskutieren explizit die „Wechselkurspolitik für den Weg in die Europäische Währungsunion“, welche die zukünftigen EU-Mitgliedsländer betreiben sollten. Sie propagieren für die Übergangszeit bis zu einer Mitgliedschaft dieser Länder in der EWU eine Strategie des an Zins- und Wechselkurszielen orientierten Managed Floating. Auf diese Weise könnten sowohl makroökonomische Binnenziele erreicht als auch außenwirtschaftliche Stabilität gewährleistet werden.

In der abschließenden Podiumsdiskussion (u.a. mit Rolf Caesar, Helmut Hesse, Rainer Schweickert und Stefan Tangermann) zum Thema „EU-Osterweiterung und die Auswirkungen auf die Stabilität des Euro-Raums“ wurden insbesondere der Mangel an struktureller Konvergenz zwischen gegenwärtigen Mitgliedern und Beitrittskandidaten sowie der hohe Reformbedarf in der EU diskutiert. Die wichtigsten Thesen werden von *Joachim Ahrens* im siebten Kapitel kurz resümiert.

Welche Lehren sind aus diesen Beiträgen und Diskussionen zu ziehen? Im Abschlusskapitel „Zehn Jahre Vertrag von Maastricht: Haben sich die Erwartungen erfüllt?“ betont *Renate Ohr*, dass die Bewährungsprobe für den Euro noch ausstehe. Insbesondere drei Situationen könnten hierfür entscheidend sein: erstens, wenn die konjunkturelle Entwicklung sich weiterhin stark abschwäche und hierdurch der Zielkonflikt zwischen Beschäftigungssicherung einerseits und Inflationsbekämpfung andererseits wieder virulent werde; zweitens, wenn ein Umschwung in der Inflationsakzeptanz und den Inflationserwar-

tungen weltweit entstehe und der Inflationstrend generell wieder zunehme; drittens, wenn die Währungsunion zu rasch um die mittel- und osteuropäischen Länder erweitert werde.

Ihrer Ansicht nach solle die Währungsunion daher zunächst als „Club im Club“ weitergeführt werden, damit die Gemeinschaftswährung nicht zu schnell mit der dritten Bewährungsprobe überfordert werde. Dies gelte vor allem, so lange noch nicht absehbar ist, ob der Euro die ersten beiden Bewährungsproben gegebenenfalls unbeschadet überstehen könne.

Last but not least gilt es, ein Wort des Dankes auszusprechen. Dieser gebührt vor allem den Sponsoren, welche die erfolgreiche Durchführung des Symposiums und die vorliegende Publikation überhaupt erst ermöglicht haben. Eine großzügige Unterstützung verdanken wir der Deutschen Bank, der Landeszentralbank in Bremen, Niedersachsen und Sachsen-Anhalt sowie der NordLB. Darüber hinaus möchten wir uns auch bei Bianca Hoffmann, Ulla Knorr und Silke Woltermann für die redaktionelle Überarbeitung und Fertigstellung der Druckfassung des Buches sowie bei allen Autoren für ihre komplikationslose Zusammenarbeit bedanken.

Göttingen, im Dezember 2002

*Joachim Ahrens und Renate Ohr*

## Inhaltsverzeichnis

Per aspera ad astra? – Zum Prozess der monetären Integration in der Europäischen Union	
Von <i>Joachim Ahrens</i> .....	11
Der Euro und die Kapitalmärkte: Eine neue Ära	
Von <i>Eric Perée</i> und <i>Alfred Steinherr</i> .....	29
Die Ursachen der Euro-Schwäche 1999–2001	
Von <i>Roland Vaubel</i> .....	47
Die Abschaffung der DM ist noch keine Bereitschaft zur politischen Union	
Von <i>Joachim Starbatty</i> .....	57
Mittelfristige Herausforderungen für Euroland: Stabilität, EU-Osterweiterung, Wachstum	
Von <i>Paul J. J. Welfens</i> .....	81
Wechselkurspolitik für den Weg in die Europäische Währungsunion	
Von <i>Peter Bofinger</i> und <i>Timo Wollmershäuser</i> .....	111
Ergebnisse der Podiumsdiskussionen	
Von <i>Joachim Ahrens</i> .....	147
Zehn Jahre Vertrag von Maastricht: Haben sich die Erwartungen erfüllt?	
Von <i>Renate Ohr</i> .....	155
Autoren und Diskussionsteilnehmer.....	169



# **Per aspera ad astra? – Zum Prozess der monetären Integration in der Europäischen Union**

Von Joachim Ahrens

## **A. Einleitung**

Der im Jahr 1991 vereinbarte Vertrag von Maastricht leitete mit seinen konkreten Beschlüssen zur Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) eine neue Ära des europäischen Integrationsprozesses ein. Mithilfe der Wirtschafts- und Währungsunion sollten Institutionen geschaffen werden, welche die Funktionsfähigkeit des gemeinsamen Binnenmarktes stärken und die politische Einheit Europas fördern könnten.

Nach der Vertragsunterzeichnung am 7. Februar 1992 stellte insbesondere die Etablierung der Währungsunion einen integralen Bestandteil der europäischen Integrationsanstrengungen dar. Neben der Osterweiterung der Europäischen Union (EU) hat sich die monetäre Integration als die größte (wirtschafts-)politische Herausforderung für die nationalen und supranationalen Entscheidungsträger in der EU erwiesen. Dass eine gemeinsame europäische Währung zahlreiche positive Wachstums- und Wohlfahrtseffekte für alle beteiligten Volkswirtschaften haben könnte, war weitgehend umstritten. Neben den zu erwartenden Transaktionskostenersparnissen, der Beseitigung von Wechselkursrisiken und den auf den Finanzmärkten realisierbaren Skalenerträgen wurde vor allem das Argument genannt, dass die Mitgliedsländer mit dem Euro ein gemeinsames Geld erhielten, „das man nicht selbst herstellen kann“ (Sievert 1993, S. 15), ein Umstand, der zu einer höheren Effizienz der Stabilitätspolitik führen könne. Trotz dieser zu erwartenden Vorteile warnten allerdings vor allem deutsche Wirtschaftswissenschaftler davor, die gemeinsame europäische Währung zu rasch einzuführen. Sie verwiesen auf wichtige institutionelle, wirtschaftliche und finanzpolitische Voraussetzungen, die noch nicht erfüllt waren, deren Einhaltung für eine nachhaltig stabile Gemeinschaftswährung aber unabdingbar sei.

Die kontroverse Debatte über eine (zu rasche) Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung, welche unter Wirtschaftswissenschaftlern sowie zwischen Ökonomen und politischen Entscheidungsträgern geführt wurde, mündete bis zur endgültigen Einführung des Euro am 1. Januar 1999 keineswegs in einen allgemeinen Konsens. Und auch nachdem die Gemeinschaftswährung die nationalen Währungen ersetzt und die Europäische Zentralbank (EZB) die Verantwortung für die Geldpolitik in der Eurozone übernommen hat, wird die Diskussion weiter kontrovers geführt. Nunmehr stehen nicht mehr die Erörterung der potenziellen Vor- und Nachteile einer Gemeinschaftswährung und die Auseinandersetzung über einen geeigneten Zeitplan für die Einführung des Euro im Vordergrund, sondern unterschiedliche Bewertungen der bisherigen Geldpolitik der EZB, die zukünftige Ausgestaltung der ordnungspolitischen Grundlagen der Geld- und Währungspolitik sowie die Frage, wie man aus geld- und währungspolitischer Sicht die angestrebte Osterweiterung der EU in geeigneter Weise bewältigen könne.

Die Tatsache, dass die Diskussion um die Europäische Währungsunion in der Öffentlichkeit keineswegs abgeschlossen ist, spiegeln auch die Beiträge in diesem Tagungsband wider. In ihnen werden unterschiedliche Einschätzungen der Währungsentwicklung seit der Einführung des Euro vorgenommen und die zukünftigen Perspektiven der monetären Integration Europas sowohl von Euro-Befürwortern als auch entschiedenen Euro-Kritikern aus Wissenschaft und Wirtschaft diskutiert. Dieses einleitende Kapitel dient dazu, die kontroverse Diskussion um die Euro-Einführung in gebotener Kürze nachzuzeichnen und den vermeintlichen Widerspruch zwischen ökonomischer Rationalität und politischer Opportunität zu beleuchten. Darüber hinaus wird die Frage aufgeworfen, inwiefern man seit der Unterzeichnung des Vertrags von Maastricht eine zunehmende nominale und reale Konvergenz zwischen den der Eurozone (zukünftig) zugehörigen Volkswirtschaften beobachten kann.

## B. Europäische Währungsunion: Pro und Contra

Durch das Inkrafttreten des Vertrags von Maastricht am 1. November 1993 wurde die Etablierung der WWU völkerrechtlich verbindlich. Laut Art. 2 EGV ist es Aufgabe der EU,

„durch die Errichtung eines Gemeinsamen Marktes und einer Wirtschafts- und Währungsunion (...) in der ganzen Gemeinschaft eine harmonische, ausgewogene und nachhaltige Entwicklung des Wirtschaftslebens, ein hohes Beschäftigungsniveau und ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Gleichstellung von Männern und Frauen, ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern.“

Die Europäische Währungsunion (EWU) wurde und wird dabei als ein zentrales Instrument angesehen, das zur Erreichung dieser Ziele entscheidende Beiträge zu leisten vermag. Durch ein einheitliches Währungsgebiet erwartete man, sowohl den europäischen Binnenmarkt als auch das weltwirtschaftliche Gewicht der EU nachhaltig stärken zu können. Mit dem Euro sollte eine dauerhaft starke Gemeinschaftswährung geschaffen werden, mit der beträchtliche Effizienzgewinne im europäischen Handels-, Kapital- und Zahlungsverkehr realisiert werden können. Insbesondere dominier(t)en die folgenden Argumente den Standpunkt der Euro-Befürworter:<sup>1</sup>

- Eine europäische Gemeinschaftswährung führt zu einem Wegfall bzw. einer beträchtlichen Ersparnis von Transaktionskosten (Kosten der Absicherung von Währungsrisiken, des Währungsumtausches und der Beschaffung von Informationen hinsichtlich zukünftiger Wechselkursentwicklungen) sowie zu einer steigenden Preis- und Kostentransparenz im einheitlichen Währungsraum. Hierdurch entstehen eine erhöhte Planungssicherheit für Investoren und Anreize zur Intensivierung von Handels- und Kapitalverkehrstransaktionen.
- Der Verlust der Instrumente der Wechselkurs- und nationalen Geldpolitik erhöht den Druck in den Ländern der Währungsunion, die Staatsfinanzen zu konsolidieren, und könnte dazu beitragen, die Preisstabilität in den bisherigen Schwachwährungsländern nachhaltig zu erhöhen.
- Der Euro impliziert die Entstehung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarktes und lässt somit steigende Skalenerträge erwarten, welche zur Stärkung des Gemeinsamen Marktes beitragen.
- Die potenzielle Gefahr, dass zukünftig Kapitalverkehrsbeschränkungen oder andere protektionistische Maßnahmen zwischen den im Euro-Währungsraum vereinigten Ländern wieder eingeführt werden könnten, wird minimiert.
- Durch den Wegfall von Wechselkursrisiken werden Entscheidungen zur Durchführung von Direktinvestitionen in der Eurozone erleichtert und Zinskosten für bisherige Weichwährungsländer eliminiert.
- Realwirtschaftliche Verzerrungen infolge von spekulativen Über- oder Unterbewertungen von nationalen Währungen können in einer Währungsunion nicht entstehen.
- Konkurrierende, wohlfahrtsmindernde Abwertungswettläufe werden vermieden.

---

<sup>1</sup> Siehe z.B. die Argumente in *Sievert (1993)*, *Bofinger (1993)* sowie *Gros und Stein-herr (1993)*.

- Preisdiskriminierung wird in einer Währungsunion schwieriger.
- Eine Einheitswährung kann dazu beitragen, die politischen Kräfte zu disziplinieren, welche die Errungenschaften des gemeinsamen Binnenmarktes gefährden könnten.

Trotz der grundsätzlichen Relevanz dieser Vorteile einer gemeinsamen europäischen Währung unterschrieben mehr als sechzig führende deutsche Wirtschaftswissenschaftler unmittelbar nach der Unterzeichnung des Vertrags von Maastricht das Manifest „Die währungspolitischen Beschlüsse von Maastricht: Eine Gefahr für Europa“.<sup>2</sup> Die Unterzeichner dieses Manifests gaben zu bedenken, dass eine Ratifizierung des Vertrags von Maastricht – trotz der mit einer einheitlichen Währung grundsätzlich möglichen Vorteile – zu gravierenden Spannungen im europäischen Integrationsprozess führen könne, welche letztlich die Realisierung der ökonomischen und politischen Integrationsziele gefährden könnte. Eine Währungsunion nach dem Maastrichter Zeitplan würde negative wirtschaftliche, ordnungspolitische und fiskalische Folgen ignorieren, die bei unzureichender Vorbereitung und ungenügender wirtschaftlicher und wirtschaftspolitischer Konvergenz der Teilnehmerländer im Währungsraum entstehen könnten.<sup>3</sup> Im Einzelnen wurde argumentiert, dass

- eine funktionsfähige EWU als Vorbedingung nachhaltige nominale und reale Konvergenz erfordere und nicht nur eine stichtagsbezogene (einmalige) Erfüllung einzelner politisch vorgegebener nominaler Kriterien,
- die Maastricht-Kriterien vor allem hinsichtlich des zu erreichenden Ziels der Preisniveaustabilität zu weich seien,
- die Gefahr einer politischen Verwässerung der Kriterien bestehe, da ange-sichts eines endgültig fixierten Termins für den Start der Währungsunion (1. Januar 1999) eine Diskriminierung einzelner Länder, welche die Kriterien unzureichend erfüllen, aus politischen Gründen nicht zu erwarten sei,
- die EZB trotz ihrer *de jure* Unabhängigkeit die innere Geldwertstabilität in der Eurozone aufgrund divergierender wirtschaftspolitischer Interessen der nationalen Vertreter im EZB-Rat nicht durchsetzen könne,
- wirksame Sanktionsmechanismen bei Verfehlung des Stabilitätsziels nicht verfügbar seien,

---

<sup>2</sup> Abgedruckt u.a. in Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11.6.1992, S. 15f., sowie in Bofinger et al. (1993, S. 233f.). Initiatoren und Verfasser waren Renate Ohr (damals Universität Hohenheim) und Wolf Schäfer (Universität der Bundeswehr Hamburg).

<sup>3</sup> Für eine umfassende ökonomische Kritik am Vertrag von Maastricht siehe z.B. Ohr (1993a). Siehe auch Ohr (1993b) sowie Feldstein (1997) und Obstfeld (1997), die argumentieren, dass die EU keinen optimalen Währungsraum darstelle und somit der Übergang zu einer einheitlichen Währung kontraproduktiv wäre.

- die EZB auch über die Kompetenz für die Wechselkurspolitik verfügen müsse, um dauerhaft Preisstabilität garantieren zu können und um zu verhindern, dass über wechselkurspolitische Maßnahmen die Geldpolitik destabilisiert werde,
- es innerhalb der EU keinen Konsens aller Akteure (d.h. Notenbanken, Regierungen, Tarifpartner und Bevölkerungen) gebe, der Preisstabilität Priorität einzuräumen,
- bisherige Schwachwährungsländer durch eine Gemeinschaftswährung einem größeren Konkurrenzdruck ausgesetzt würden, wodurch in diesen Ländern, welche eine vergleichsweise geringe Produktivität sowie Wettbewerbsfähigkeit aufweisen, die Arbeitslosigkeit steigen würde, und dass
- kein politisches Fundament existiere, welches geeignet sei, unterschiedliche Produktivitäten und Wettbewerbsfähigkeiten innerhalb der Eurozone durch einen „Finanzausgleich“ zu kompensieren.

In Erwiderung auf diese Kritik wurde im Juli 1992 ein Memorandum von 52 europäischen Wissenschaftlern veröffentlicht, welches die Bedenken dieses Manifestes infrage stellte und versuchte, die Vorteile einer WWU herauszuarbeiten.<sup>4</sup> Insbesondere wurde betont, dass mittlerweile das Ziel der Preisstabilität nicht nur in Deutschland, sondern auch in den anderen EU-Mitgliedsländern eine hohe Priorität genieße und dass die institutionelle Fundierung der Unabhängigkeit der EZB größer sei als die der Deutschen Bundesbank. Ein politisches Fundament für eine Währungsunion, insbesondere eine zentralisierte Kompetenz in der Steuerpolitik, sei lediglich bei einer hohen Mobilität der Arbeitskräfte erforderlich. Angesichts der relativ geringen Mobilität in der EU könne und sollte jedoch eine größere Eigenständigkeit der nationalen Finanzpolitiken beibehalten werden, welche zur Bewältigung von Konjunkturschwächen in einzelnen Mitgliedsländern weiterhin zu nutzen sei. Da darüber hinaus die Konvergenzkriterien hinreichend streng seien, würde die Wettbewerbsfähigkeit von denjenigen Volkswirtschaften, die sie erfüllten, in einem gemeinsamen Währungsraum nicht abnehmen. Schließlich erhöhe eine einheitliche Währung die wirtschaftliche Unabhängigkeit Europas und ermögliche kollektiv abgestimmte Reaktionen auf externe Schocks, welche früher das Europäische Währungssystem aufgrund destabilisierender und inkompatibler Politikmaßnahmen verschiedener Länder belastet hätten.

Die auch in der Folgezeit intensiv geführte Auseinandersetzung über die Einführung des Euro gipfelte dann im Februar 1998, also ein knappes Jahr vor dem geplanten Beginn der Währungsunion, in einem zweiten Manifest der Euro-Skeptiker, das von mehr als 160 Wirtschaftswissenschaftlern unterzeichnet

---

<sup>4</sup> Dieses Memorandum ist abgedruckt in *Bofinger et al. (1993, S. 235 ff.)*.

wurde.<sup>5</sup> Hierin befürworteten die Unterzeichner ausdrücklich die Schaffung einer einheitlichen europäischen Währung, lehnten aber eine „zu frühe“ Einführung des Euro ab. Insbesondere wurde kritisiert, dass bis dato zu geringe Fortschritte in der Konsolidierung der Staatsfinanzen (vor allem in großen Ländern wie Frankreich, Italien und Deutschland) erzielt worden seien. Eine *nachhaltige* Unterschreitung der Defizitgrenze sei ebenso wenig zu erkennen wie eine strikte Einhaltung der nationalen Verschuldungsquoten, welche im Durchschnitt seit Beginn der neunziger Jahre noch angestiegen seien. Des Weiteren könne der 1997 auf der Regierungskonferenz in Amsterdam vereinbarte Stabilitäts- und Wachstumspakt nationale Haushaltsdisziplin nicht dauerhaft gewährleisten, da effektive automatische Sanktionsmechanismen fehlten. Darüber hinaus hätten sich die strukturellen Probleme innerhalb der EU seit Beginn der neunziger Jahre verschärft: Die Arbeitslosigkeit sei beträchtlich gestiegen, und die Voraussetzungen für einen erforderlichen Strukturwandel seien nicht geschaffen worden. Die Einführung einer gemeinsamen Währung trage nicht dazu bei, die Strukturprobleme und vor allem das Problem der Massenarbeitslosigkeit zu lösen. Dies gelte umso mehr, als die nationale Wechselkurspolitik als Anpassungsinstrument verloren ginge. Schließlich sei die wirtschaftliche Situation gegen Ende der neunziger Jahre aufgrund der strukturellen Probleme, Mobilitätshemmnisse und zahlreicher Rigiditäten auf den Faktormärkten ungeeignet, um einen erfolgreichen Start einer Währungsunion garantieren zu können. Aus diesen Gründen, so argumentierten die Unterzeichner des Manifests, sei eine zeitliche Verschiebung erforderlich, verbunden mit der Auflage, weitere Konsolidierungsfortschritte zu erzielen. Sollte dies politisch nicht durchsetzbar sein, müssten die Konvergenzkriterien „so streng wie möglich ausgelegt werden“, um nachhaltige Stabilisierungserfolge erzielen zu können.

### C. Rationale Ökonomik, irrationale Politik?

Trotz der kontroversen Diskussionen innerhalb der Gruppe der Wirtschaftswissenschaftler kann konzediert werden, dass einige überzeugende ökonomische Argumente gegen eine zu rasche, vor allem politisch motivierte und sich lediglich an nominalen Konvergenzkriterien orientierende Einführung der Gemeinschaftswährung existierten, die nur schwer zu entkräften waren. Warum hat sich die Politik in der Folgezeit aber über diese rationalen Argumente weitgehend hinweggesetzt und den ursprünglichen Zeitplan zur Einführung des

---

<sup>5</sup> Abgedruckt in Frankfurter Allgemeine Zeitung, 9. Februar 1998, S. 15 und Financial Times, 9. Februar 1998, S. 12. Initiatoren waren dieses Mal Wim Kösters (Universität Bochum), Manfred J.M. Neumann (Universität Bonn), Renate Ohr (damals Universität Hohenheim) und Roland Vaubel (Universität Mannheim).

Euro entgegen den Erwartungen vieler Beobachter und trotz der Bedenken des oben genannten zweiten Manifestes eingehalten?

Die Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung stellt nicht nur ein ökonomisches, sondern auch ein politisches Phänomen dar. Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht geht es vornehmlich um ökonomische Aspekte wie die Verringerung von Transaktionskosten und Zinsdifferentialen sowie die Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarktes einerseits und die genannten Bedenken z.B. hinsichtlich der finanzpolitischen Disziplin andererseits. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang aber auch, dass die Beschlüsse bezüglich der Vorbereitung und Etablierung der EWU genauso auf der politischen Bühne Europas getroffen wurden wie die Entscheidungen darüber, welche Länder an der EWU teilnehmen dürfen und welche Persönlichkeiten Führungspositionen im EZB-Rat und Direktorium übernehmen werden. Diese Entscheidungen wurden und werden wiederum von Politikern getroffen, deren Handeln von spezifischen politischen und institutionellen Nebenbedingungen geprägt wird. Dabei existieren für politische Entscheidungsträger unterschiedliche Restriktionen je nachdem, ob Beschlüsse auf der supranationalen oder der nationalen Ebene zu treffen sind. Beide Ebenen sind für die Schaffung und Weiterentwicklung der Währungsunion relevant: Grundlegende Entscheidungen zur monetären Integration sind in der Regel das Ergebnis von intergouvernementalen Vertragsverhandlungen. Diese sind aber dann in einem zweiten Schritt durch parlamentarische Abstimmungen oder Referenden auf nationaler Ebene zu ratifizieren. Vor allem auf dieser Ebene kommt der Einfluss von organisierten Interessenvertretungen auf politische Prozesse und Entscheidungen zum Tragen, welche indirekt die Verhandlungsspielräume der nationalen politischen Entscheidungsträger bei supranationalen Verhandlungen determinieren.<sup>6</sup>

Ausgehend von diesen Überlegungen argumentieren Eichengreen und Frierden (2001), dass eine Analyse der zwischenstaatlichen Verhandlungen und nationalstaatlichen Verteilungskonflikte dazu beitragen kann, die Logik der politischen Entstehungsgeschichte der EWU zu verstehen. Vor diesem Hintergrund erscheinen politische Beschlüsse als logisch und rational, auch wenn sich spezifische Entscheidungen offenbar nicht an wirtschaftswissenschaftlichen Sachargumenten orientieren.

Nationale Verteilungsaspekte spielten eine zentrale Rolle – wenn auch nicht unbedingt für die Entscheidung, eine Gemeinschaftswährung einzuführen, so doch für das Bestreben, von Beginn an möglichst viele EU-Staaten in den Währungsraum zu integrieren. Nach der Krise des EWS 1992/93 und den mit dieser einhergehenden kompetitiven Abwertungen gewannen die Euro-Befür-

---

<sup>6</sup> Siehe hierzu die theoretischen Überlegungen zur Logik von Zwei-Ebenen-Spielen bei internationalen Verhandlungen in Putnam (1988).

worter in vielen Ländern an Boden. Dabei wurde argumentiert, dass die Gemeinschaftswährung unabdingbar dafür wäre, die *politische* Unterstützung für den gemeinsamen Binnenmarkt in den Mitgliedsländern aufrechtzuerhalten. Eichengreen und Frieden (2001, S. 12) beschreiben die Logik der Argumentation wie folgt:

„The more integrated European economies became, the more pronounced were the distributional consequences of intra-EU currency swings. With the completion of the Single Market, countries that depreciated their currencies would be able to flood other member states with exports (...). Import-competing producers' complaints about opportunistic exchange rates grew more intense as European integration proceeded. Countries that fail to hold their exchange rates stable, aggrieved import-competing producers insisted, were not good Europeans. They needed to choose (...) between getting into the monetary union or getting out of the Single Market. And the Single Market was too significant an economic achievement to be placed at risk.“

Weitere Unterstützung für die EWU kam vor allem von international agierenden Banken und Unternehmen, die ein Interesse daran hatten, die Wechselkursvolatilitäten zu verringern und die Integration des Binnenmarktes zu vertiefen. Aber auch andere Akteure in Hoch-Inflations-Ländern, welche die EWU als einen Weg sahen, stabilere Geld- und Finanzmärkte zu schaffen, traten für eine rasche Einführung des Euro ein. Opposition kam in dieser Zeit vor allem von jenen Akteuren, welche befürchteten, den größten Teil der Kosten tragen zu müssen, die sich aus erforderlichen nationalen Austeritätsprogrammen ergeben würden.

Obwohl sich, wie Eichengreen und Frieden (2001) feststellen, die Präferenzen privatwirtschaftlicher Akteure und Interessengruppen Mitte der neunziger Jahre zunehmend zugunsten des Euro verschoben, ist der Interessengruppenansatz allein unzureichend, um die rasche Umsetzung des Fahrplans zur Einführung der Eurozone zu erklären. Weitere nationale Interessen, die sich vor allem in intergouvernementalen Verhandlungen auf europäischer Ebene artikulierten, waren ebenfalls von herausragender Bedeutung.

Im Kern der komplexen zwischenstaatlichen Verhandlungen ging es um die Befürchtung, dass Länder, deren Interesse an einer Teilhabe an der Gemeinschaftswährung relativ gering war, im Falle einer Nicht-Mitgliedschaft in der Währungsunion oder einer Blockierung weiterer monetärer Integrationsschritte im Gegenzug mit einer fehlenden Unterstützung ihrer Partnerländer rechnen mussten, wenn sie in anderen Politikfeldern des Integrationsprozesses ihre Interessen durchsetzen wollten. Insbesondere die Einstimmigkeitsregel, nach der fundamentale und richtungsweisende Entscheidungen in der EU getroffen werden müssen, führt zu einer solchen „Politikverflechtungsfalle“ (Scharpf 1985). Da in jeder zwischenstaatlichen Verhandlungsrunde über mehrere grundlegende, aber umstrittene Fragen in so unterschiedlichen Bereichen wie Verteidigungs-, Wettbewerbs-, Sozial- oder Geld- und Währungspolitik Einigung zu erzielen ist, können in der Regel nur Paketlösungen realisiert werden, wenn das

jeweilige europäische Gipfeltreffen nicht zum Scheitern verurteilt sein soll oder integrationspolitische Rückschritte vermieden werden sollten. In den für die Öffentlichkeit wenig transparenten intergouvernementalen Verhandlungen können politische Konzessionen von den Partnerländern demnach nur dann erwartet werden, wenn eigene Zugeständnisse in anderen Politikfeldern gemacht werden (Martin 2001).

Die Logik der Verhandlungen führte somit zu impliziten oder expliziten Verknüpfungen von Fragen der monetären Integration und anderen Bereichen der Vertiefung des europäischen Integrationsprozesses. Beispielsweise waren Frankreich und andere europäische Länder in den neunziger Jahren bestrebt, durch die Schaffung eines einheitlichen Währungsraumes den (dominanten) Einfluss der Deutschen Bundesbank auf die Geldpolitiken in Europa zu verringern, während Deutschland selbst weniger daran gelegen war, rasch eine Währungsunion anzustreben. Dennoch unterstützte die deutsche Regierung den Prozess zur Schaffung der Gemeinschaftswährung, da sie sich im Gegenzug breitere Unterstützung für den deutschen Einigungsprozess sowie Zugeständnisse anderer Partnerländer versprach, welche für sie im Zuge der Transformationsprozesse in Osteuropa und der deutschen Einigung von größerer Bedeutung waren. In diesem Zusammenhang war die deutsche Regierung vor allem daran interessiert, politische und institutionelle Reformen der EU zu initiieren und hier insbesondere die Entwicklung einer gemeinsamen Außenpolitik zu forcieren (Garrett 2001). In diesem Kontext zieht Martin (2001) die Schlussfolgerung:

„(b)ecause the institutionalized framework of the EU offers members benefits in many issue areas, it decreases temptations to renege on agreements and thus increases the level of cooperation. Moreover, issue linkage creates possibilities for mutually beneficial deals that would not be available in single-issue bargaining. Members are able to gain cooperation on those issues of most vital interest to themselves – for example, political unification for Germany – by making concessions on issues of lesser concern.“

Während für die deutsche Regierung in den neunziger Jahren innen- und außenpolitische Argumente im Vordergrund standen und sie zu Konzessionen hinsichtlich der Einführung der Währungsunion veranlasste, galt dies für andere, vor allem kleinere und wirtschaftlich weniger leistungsfähige Länder nicht. Insbesondere Länder wie Portugal, Griechenland, Irland und Spanien, welche aufgrund der mit einer Währungsunion einhergehenden Austeritätsprogramme mit relativ hohen (kurzfristigen) ökonomischen und politischen Kosten rechnen mussten, nutzten die Hebelwirkung der Einstimmigkeitsregel und gaben ihre Veto-Haltung gegen die Einführung des Euro erst auf, nachdem ihnen finanzielle Kompensationsleistungen in Form der Einführung des Kohäsionsfonds zugestanden wurden.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Siehe hierzu ausführlich Martin (2001, S. 135 f.).

Ein weiteres Beispiel, das diese politische Logik illustriert, bezieht sich auf den Umstand, dass die Durchführung der Gemeinsamen EU-Agrarpolitik durch Wechselkursschwankungen erheblich erschwert und somit auch aus dieser Richtung Druck auf die politischen Entscheidungsträger ausgeübt wurde, den Zeitplan zur Einführung des Euro einzuhalten (Eichengreen/Frieden 2001). Die Liste der Beispiele, welche die Funktionsmechanismen supranationaler Entscheidungsprozesse veranschaulichen, ließe sich noch weiter fortsetzen.<sup>8</sup> Wesentliche, dem monetären Integrationsprozess in Europa zugrundeliegende, politische Mechanismen scheinen aber offensichtlich zu sein: Die institutionalisierten Regeln der Politikformulierung und -implementierung auf der europäischen Ebene, insbesondere die Dominanz der Einstimmigkeitsregel bei zahlreichen Entscheidungen, haben in Verbindung mit der Tatsache, dass zunehmend mehr Politikfelder in die Kompetenz europäischer Entscheidungsgremien übergegangen sind, dazu geführt, dass weder Beschlüsse zur Forcierung der monetären Integration der EU noch Entscheidungen über andere grundlegende Politikfelder isoliert getroffen werden konnten (Martin 2001). Somit sind wirtschaftswissenschaftliche Bedenken gegen eine überhastete Einführung des Euro in bestimmten Phasen der Verhandlungsprozesse und von bestimmten Regierungen, für die andere Politikfelder Priorität genossen, zurückgestellt worden, so dass der geplante Zeitplan für die Einführung der Gemeinschaftswährung eingehalten werden konnte.

#### **D. Nominale und reale Konvergenz in Euroland?**

Seit dem 1. Januar 1999 ist die Europäische Währungsunion ein Faktum. Die Kritik, die am Vertrag von Maastricht, an den für eine Teilnahme an der Eurozone entscheidenden Konvergenzkriterien und am rigiden Zeitplan der Euroeinführung geübt wurde, ist damit zwar nicht entkräftet worden. Doch sind politische Entscheidungen getroffen worden, die sich nicht mehr rückgängig machen lassen. Demzufolge gilt es aus Sicht der Euro-Skeptiker (aber auch aus Sicht aller Akteure, die an einem stabilen Geld- und Währungssystem in Europa interessiert sind), nun die weitere Entwicklung des Eurosystems zwar kritisch zu analysieren, aber auch Vorschläge zu unterbreiten, wie die Funktionsweise der EWU gestärkt werden kann. Dies gilt umso mehr, als angesichts der geplanten Erweiterung der EU die zehn Transformationsländer (plus Malta und

---

<sup>8</sup> Siehe hierzu und zur Bedeutung nationaler und supranationaler politischer Institutionen für die Schaffung und Funktionsweise der Europäischen Währungsunion und die Vertiefung des europäischen Integrationsprozesses im Allgemeinen z.B. *Wessels* (1998), *Seidel* (1998), *Magiera* (1998), *Martin* (2001) sowie die Beiträge in *Eichengreen et al.* (1995).

Zypern), die sich um eine Mitgliedschaft beworben haben, mittelfristig auch am gemeinsamen Währungsraum partizipieren sollen und werden.

Im Vertrag von Maastricht sind fünf nominale Konvergenzkriterien festgelegt worden, deren Einhaltung als Vorbedingung für die Mitgliedschaft eines Landes in der EWU gilt:

- der Anteil der staatlichen Nettoneuverschuldung am Bruttoinlandsprodukt soll nicht höher als drei Prozent sein,
- das Verhältnis der Staatsverschuldung zum Bruttoinlandsprodukt soll 60 Prozent nicht überschreiten,
- die Inflationsrate im letzten Jahr vor der für eine geplante Mitgliedschaft notwendigen Überprüfung der Konvergenzkriterien darf um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte von der durchschnittlichen Inflationsrate der drei preisstabilsten Volkswirtschaften abweichen,
- der langfristige Nominalzinssatz darf nicht mehr als 2 Prozentpunkte über dem entsprechenden Satz in den drei preisstabilsten Mitgliedsstaaten liegen,
- die Währung des Landes muss sich in den zwei Jahren vor der entscheidenden Überprüfung der Konvergenzkriterien spannungsfrei innerhalb der im Rahmen des Wechselkursmechanismus des EWS II vorgesehenen normalen Bandbreiten bewegen und darf gegenüber keiner Währung eines anderen Mitgliedslandes abwerten.

Diese Konvergenzkriterien sollen eine ausgewogene, spannungsfreie wirtschaftliche Entwicklung innerhalb der WWU gewährleisten. Dabei müssen das Defizit- und das Schuldenstandkriterium auch nach dem Start der EWU weiterhin erfüllt werden.

Angesichts der geplanten EU-Erweiterung wird jedoch sowohl von Vertretern der Wissenschaft als auch in der Öffentlichkeit zunehmend gefordert, dass von den zukünftigen Euroländern zusätzlich zu diesen nominalen Konvergenzkriterien weitere Kriterien erfüllt werden sollten, welche sich an der realwirtschaftlichen Konvergenz orientieren (Sell 2001). Diese Forderung, die ähnlich bereits zu Beginn der neunziger Jahre von den Euro-Kritikern hinsichtlich der Schaffung der EWU formuliert worden war, gewinnt gegenwärtig vor dem Hintergrund der zu erwartenden Aufnahme von zehn Transformationsländern an Bedeutung, da die Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas vor allem hinsichtlich der realen Konvergenz weit hinter den derzeitigen EU-Mitgliedsländern zurückliegen.

Nur wenn die Volkswirtschaften der Beitrittsländer nachhaltig (und schneller als die Ökonomien der derzeitigen EU-Mitglieder) wachsen, ihre Liberalisierungs- und Stabilisierungsanstrengungen erhöhen sowie die erforderlichen institutionellen und strukturellen Reformen entschlossen durchführen, kann da-

von ausgegangen werden, dass ihre Mitgliedschaft im europäischen Währungsraum keine Gefährdung der Preisniveaustabilität in Europa und keine anderen wirtschaftlichen Risiken für die EU-Partnerländer impliziert.<sup>9</sup>

Die nominale Konvergenz zwischen den derzeitigen EU-Ländern hat sich seit Einführung des Euro weiter erhöht (siehe Tabelle 1). Allerdings weisen einige Staaten noch immer eine Verschuldungsquote auf, die weit über dem Referenzwert liegt. Darüber hinaus ist mittlerweile auch wieder die Gefahr gewachsen, dass einige Mitgliedsländer nicht in der Lage sein könnten, das Kriterium für die Nettoneuverschuldung nachhaltig zu erfüllen.

Auch die Beitrittskandidaten aus Mittel- und Osteuropa können bemerkenswerte Erfolge hinsichtlich der nominalen Konvergenz aufweisen (siehe Tabelle 2). Defizite bestehen in erster Linie noch hinsichtlich der Kriterien Preisstabilität und Nettoneuverschuldung.

In Bezug auf die reale Konvergenz sind die Fortschritte allerdings bislang unzureichend, auch wenn beträchtliche Unterschiede zwischen den Bewerberländern existieren (siehe Tabelle 3). Vor allem die Pro-Kopf-Einkommen sind in diesen Ländern sehr niedrig, die Leistungsbilanzdefizite weisen vereinzelt alarmierende Größenordnungen auf, und der EU-Anteil an den Gesamtexporten ist recht unterschiedlich, was für eine divergierende Anfälligkeit gegenüber externen Schocks sprechen könnte. Des Weiteren ist der Privatsektor in manchen Ländern vergleichsweise wenig ausgebildet, und insbesondere das Bankensystem erfüllt häufig noch nicht internationale Standards. Diese Defizite hinsichtlich der realen Konvergenz könnten erhebliche Spannungen im einheitlichen europäischen Währungsraum erzeugen, wenn die Transformationsländer nach Aufnahme in die EU und der Erfüllung der nominalen Konvergenzkriterien um eine Mitgliedschaft in der EWU nachsuchen.

Diese potenziellen Spannungen sind ebenso wie die seit Einführung der Gemeinschaftswährung zu beobachtende Abnahme des Außenwertes der neuen Währung und das Problem einer fehlenden politischen Fundamentierung der Währungsunion Analysegegenstand in einigen der nachfolgenden Beiträge. In anderen Beiträgen werden diesen (vermeintlichen?) Defiziten der monetären Integration positive Entwicklungen gegenüber gestellt, die sich seit der Euro-einführung bereits abzeichnen oder in der Zukunft zu erwarten sind.

---

<sup>9</sup> In Bezug auf die erforderlichen Wirtschaftsreformen in Mittel- und Osteuropa siehe ausführlich European Bank for Reconstruction and Development (2001). Die Notwendigkeit nominaler *und* realer Konvergenz für die effiziente Funktionsweise eines einheitlichen Währungsraums wird u.a. ausführlich diskutiert in Sell (2001) und Wagner (1998).

## Anhang

*Tabelle 1*  
**Nominale Konvergenzkriterien der EU-15 Länder 1999–2001**

	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte <sup>a</sup>			Bruttoschuldenstand der öffentl. Haushalte <sup>a</sup>			Veränderung der Verbraucherpreise <sup>b</sup>			Rendite lang- fristiger öffentl. Anleihen		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001 <sup>c</sup>
Belgien	-0,6	0,1	0,0	115,0	109,3	107,5	1,1	2,5	2,5	4,8	5,6	5,3
Dänemark	3,1	2,5	2,5	52,0	46,8	44,5	2,5	2,9	2,4	4,9	5,6	5,2
Deutschland	-1,6	-1,3	-2,7	61,3	60,3	59,8	0,6	1,9	2,5	4,5	5,3	4,9
Frankreich	-1,6	-1,3	-1,5	58,5	57,4	57,2	0,5	1,7	1,6	4,6	5,4	5,2
Griechenland	-1,7	-0,8	-0,3	103,8	102,8	99,7	2,6	3,1	3,4	6,3	6,1	5,4
Großbritannien	1,3	1,8	0,9	45,2	42,4	39,0	2,3	2,1	2,1	5,0	5,3	5,2
Irland	2,3	4,5	1,7	49,6	39,0	36,6	1,6	5,3	4,0	4,7	5,5	5,1
Italien	-1,8	-1,7	-1,4	114,5	110,6	109,4	1,7	2,5	2,8	4,7	5,6	5,3
Luxemburg	3,8	5,8	5,0	6,0	5,6	5,5	1,0	3,8	2,4	4,7	5,5	4,9
Niederlande	0,4	1,5	0,2	63,1	56,0	53,2	2,2	2,5	4,5	4,6	5,4	5,1
Portugal	-2,2	-1,9	-2,2	54,2	53,4	55,6	2,3	2,9	4,4	4,8	5,6	5,3
Spanien	-1,1	-0,4	0,0	63,1	60,4	57,2	2,3	3,4	3,6	4,7	5,5	5,3
Finnland	1,9	7,0	4,9	46,8	44,0	43,6	1,2	3,4	2,6	4,7	5,5	5,2
Österreich	-2,2	-1,9	0,1	64,9	63,6	61,7	0,6	2,3	2,7	4,7	5,6	5,2
Schweden	1,8	3,7	4,7	65,0	55,3	56,0	0,5	1,0	2,4	5,0	5,4	5,3
Referenzwert	-3,0	-3,0	-3,0	60,0	60,0	60,0	2,0	3,0	3,5	6,7	7,4	7,2

<sup>a</sup> in Prozent des BIP; in der Abgrenzung des Maastrichter Vertrags

<sup>b</sup> gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex

<sup>c</sup> nur 3. Quartal

Quellen: EZB (2002), Commerzbank (2001, 2002), Sachverständigenrat (2001).

**Tabelle 2**  
**EU-Beitrittskandidaten: nominale Konvergenzkriterien**

	Preisseiteigerung in % gg. Vorjahr.				Zinsen 10J <sup>a</sup>		Wechselkursstabilität Abweichung von Parität <sup>b</sup>		Haushaltssaldo <sup>c</sup> in % des BIP			Staatsverschuldung in % des BIP	
	2000	2001 <sup>d</sup>	2002 <sup>e</sup>	zuletzt	zuletzt	+/- 15 %	Max. (2 Jahre)	2000	2001 <sup>d</sup>	2002 <sup>e</sup>	2000	2001 <sup>d</sup>	2002 <sup>e</sup>
<b>Referenzwert</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>7,3</b>				<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>60,0</b>	<b>60,0</b>	<b>60,0</b>
Bulgarien	10,1	7,9	7,0	5,2	0,0	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8	83,8	72,5	68,3	
Tschechien	3,9	4,7	3,8	5,5	14,0	-6,0	-4,0	-3,2	-3,0	29,2	29,0	30,5	
Estland	4,0	5,8	4,5	4,7	0,0	0,0	-0,7	1,1	-1,2	6,6	6,2	5,8	
Ungarn	9,8	9,2	5,2	6,7	5,4	-4,5	-3,5	-5,0	-5,2	56,1	51,5	49,1	
Lettland	2,7	2,5	3,2	10,7	2,6	2,6	-2,8	-1,9	-2,8	10,0	12,2	11,4	
Litauen	1,0	1,3	3,3	7,9	8,1	8,1	-2,8	-1,4	-1,6	28,3	29,0	28,4	
Polen	10,1	5,5	3,8	8,3	8,4	-8,7	-2,7	-6,3	-4,2	43,8	38,0	37,5	
Rumänien	45,7	34,5	27,4	34,9	-31,4	-31,5	-4,1	-3,7	-3,3	29,2	31,2	32,2	
Slowakei	12,0	7,3	4,3	7,8	4,0	-2,0	-6,8	-7,2	-6,7	32,9	42,7	42,0	
Slowenien	8,9	8,5	6,6	na	-7,1	-7,1	-1,4	-1,3	-2,5	25,1	25,4	26,0	

<sup>a</sup> 10J = zehnjährige Bonds, wenn verfügbar; kürzere Laufzeiten für Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Rumänien

<sup>b</sup> Parität hier: Durchschnittskurs der letzten drei Jahre gegenüber Euro

<sup>c</sup> Definitionen können von denen der EU abweichen

<sup>d</sup> Schätzung

<sup>e</sup> Prognose

Quelle: Deutsche Bank Research (2002).

*Tabelle 3*  
**EU-Beitrittskandidaten: reale Konvergenzkriterien (2001, Schätzung)**

	EU-15	Bulgarien	Tschechien	Estland	Ungarn	Lettland	Litauen	Polen	Rumänien	Slowakei	Slowenien
BIP/Kopf in KKP <sup>a</sup> (EU-15=100)	100	24	58	37	52	29	29	39	27	48	71
BIP-Wachstum	1,6	4,5	3,5	4,3	3,8	7,0	5,7	1,1	4,8	3,3	3,1
Inv./BIP	20,2	16,5	31,1	27,9	24,7	25,2	25,3	22,7	21,0	32,2	27,7
Produktivitäts- wachstum	0,7	7,7	6,0	4,3	3,3	7,0	6,3	6,5	5,1	1,8	3,6
Arbeitslosigkeit (%)	7,7	17,4	8,6	13,4	5,7	7,7	12,5	16,1	9,2	18,6	11,8
Landw./BIP (%)	2,1	13,2	4,8	5,9	4,3	7,9	7,5	4,8	20,2	3,9	3,2
Industrie/BIP (%)	25,8	25,0	37,2	25,4	34,7	22,5	25,4	24,5	35,0	26,4	31,7
Bruttonlöhne (EUR)	1859	131	426	374	375	274	385	531	162	308	981
Leistungsbilanz- saldo/BIP (%)	-0,2	-6,6	-4,9	-6,7	-1,6	-8,3	-5,8	-4,0	-6,3	-8,7	-0,4
EU-Anteil der Exporte (%), 1999)	—	52,6	59,4	69,2	66,0	72,7	76,2	62,5	50,1	70,5	65,5
ADI <sup>b</sup> /BIP (%)	-2,8	4,7	9,3	6,4	2,9	4,0	4,3	3,5	3,0	5,2	1,8
Pr. Sektor/BIP (%)	80	64	82	75	80	65	72	73	66	84	65
Qualität Rechtssystem	10	7,8	7,0	8,5	8,5	7,8	8,1	7,7	8,5	7,4	8,5
Qualität Bankensektor	10	5,8	7,8	7,8	8,9	6,6	7,0	8,1	5,4	6,6	7,0

<sup>a</sup> KKP: Kaufkraftparität;

<sup>b</sup> ADI: ausländische Direktinvestitionen

Quelle: Eurostat, Deutsche Bank Research (2002)

## Literaturverzeichnis

- Bofinger, P.* (1993): „Politische Ökonomie und makroökonomische Vorteile der Europäischen Zentralbank“, in: *Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M.* (Hrsg.): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden, S. 43–58.
- Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M.* (Hrsg.) (1993): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden.
- Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung (2002): Statistisches Taschenbuch 2001, Bonn.
- Commerzbank (2001): „Economics, Interest Rates and Exchange Rates“, Economic Research, May 2001, S. 8.
- (2002): „Konjunktur, Zinsen und Wechselkurse – International“, Economic Research, May 2002, S. 7.
- Deutsche Bank Research (2002): EU Enlargement Monitor Central and Eastern Europe, Nr. 7, April 2002, Frankfurt/Main.
- Eichengreen, B./Frieden, J.A.* (2001): „The Political Economy of European Monetary Unification. An Analytical Introduction“, in: *Eichengreen, B./Frieden, J.A.* (Hrsg.): The Political Economy of European Monetary Unification, Boulder, CO, S. 1–21.
- Eichengreen, B./Frieden, J./von Hagen, J.* (1995): Politics and Institutions in an Integrated Europe, Berlin u.a.
- European Bank for Reconstruction and Development (2001): Transition Report 2001. Energy in Transition, London.
- EZB (2001): EZB Jahresbericht 2002, Frankfurt am Main.
- Feldstein, M.* (1997): „The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability“, Journal of Economic Perspectives, Jg. 11, S. 23–42.
- Garrett, G.* (2001): „The Politics of Maastricht“, in: *Eichengreen, B./Frieden, J.A.* (Hrsg.): The Political Economy of European Monetary Unification, Boulder, CO, S. 111–130.
- Gros, D./Steinherr, A.* (1993): „Von der Krise im EWS zur Stärkung der Europäischen Währungsunion“, in: *Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M.* (Hrsg.) (1993): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden, S. 143–152.
- Magiera, S.* (1998): „Einführung und rechtliche Absicherung der einheitlichen europäischen Währung“, in: *Caesar, R./Scharrer, H.-E.* (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. Regionale und globale Herausforderungen, Bonn, S. 419–445.
- Martin, L.L.* (2001): „International and Domestic Institutions in the EMU Process and Beyond“, in: *Eichengreen, B./Frieden, J.A.* (Hrsg.): The Political Economy of European Monetary Unification, Boulder, CO, S. 131–155.
- Obstfeld, M.* (1997): „Europe’s Gamble“, Brookings Papers on Economic Activity 2, S. 241–317.
- Ohr, R.* (1993a): „Die ökonomische Kritik am Vertrag von Maastricht“, Wirtschaftspolitische Blätter, 40. Jg., S. 27–37.

- (1993b): „Europäische Währungsunion – ein richtiger Schritt für Europa?“ in: Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M. (Hrsg.) (1993): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden, S. 1–12.
- Putnam, R.D. (1988): „Diplomacy and Domestic Politics: The Logic of Two-Level Games“, International Organization, Jg. 42, S. 427–460.*
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2001): Jahrestypen 2001/2002: „Für Stetigkeit – gegen Aktionismus“, in: <http://www.sachverständigenrat-wirtschaft.de>, zugegriffen am 19.06.2002.
- Scharpf, F.W. (1985): „Die Politikverflechtungsfalle: Europäische Integration und deutscher Föderalismus im Vergleich“, Politische Vierteljahreszeitschrift, Jg. 26, S. 323–370.*
- Seidel, M. (1998): „Rechtliche Aspekte der Entscheidungsverfahren in der WWU“, in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. Regionale und globale Herausforderungen, Bonn, S. 373–394.*
- Sell, F.L. (2001): „Braucht es monetäre und reale Konvergenz für eine (in einer) Währungsunion?“, List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Bd. 27, S. 379–398.*
- Sievert, O. (1993): „Geld, das man nicht selbst herstellen kann – Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion –“, in: Bofinger, P./Collignon, S./Lipp, E.-M. (Hrsg.): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden, S. 13–24.*
- Wagner, H. (1998): „Monetäre Integration und reale Konvergenz“, in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. Regionale und globale Herausforderungen, Bonn, S. 69–84.*
- Wessels, W. (1998): „Institutionen und Verfahren des WWU-Systems: Politikwissenschaftliche Spekulationen“, in: Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. Regionale und globale Herausforderungen, Bonn, S. 395–418.*



# **Der Euro und die Kapitalmärkte: Eine neue Ära**

Von Eric Perée und Alfred Steinherr

## **A. Einleitung**

In ihrer Veröffentlichung „Ein Markt, ein Geld“ legte die Europäische Kommission ihre Einschätzung der zu erwartenden wirtschaftlichen Vorteile der Einführung der gemeinsamen Währung dar (Europäische Kommission, 1990). Drei Arten von Vorteilen wurden von der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) erwartet. Zum Ersten würde das Verschwinden von Wechselkurschwankungen und die Verringerung der Transaktionskosten bei innereuropäischen, grenzüberschreitenden Transaktionen die mikroökonomische Effizienz steigern. Zum Zweiten würden die stabilere makroökonomische Situation und die Konzentration auf seriöses Finanzgebaren und Preisstabilität zu einem wachstumsorientierten makroökonomischen Umfeld führen. Schließlich würde die Bildung einer großen gemeinsamen Finanzzone die Eurozone widerstandsfähiger gegen externe Schocks machen und zu einer Währung führen, die weltweit mit dem US-Dollar konkurrieren könnte.

Viele Beobachter bewerten den finanziellen Erfolg der WWU anhand des Außenwerts des Euro. Das Nachgeben des Euro gegenüber den großen internationalen Währungen seit Januar 1999 wurde als Zeichen einer schwachen Entwicklung verstanden. Ein solcher Maßstab ist zwar verführerisch leicht anzulegen, er ist aber dennoch bedeutungslos. Niemand würde ein Urteil darüber, ob die USA mit dem Dollar gut beraten sind, von dessen kurzfristigen Schwankungen auf dem Devisenmarkt abhängig machen wollen. Ob der Euro ein Erfolg ist oder nicht, sollte aufgrund aussagekräftiger wirtschaftlicher Indikatoren, die die wesentlichen Merkmale der WWU erfassen, gemacht werden. Hat der Euro einen stabilen Innenwert bewahrt (also niedrige Inflation)? Hat er zu einer höheren wirtschaftlichen Effizienz in der EU geführt? Hat er die Wirtschaft der EU vor äußeren Turbulenzen bewahrt? Während die Entwicklung einer Währungsvereinbarung durch Erfahrungen über einen Zeitraum von nur zwei oder drei Jahren nicht abschließend beurteilt werden kann, sollte angemerkt werden, dass trotz einer großen Anzahl wirtschaftlicher Schocks in der

Weltwirtschaft in der zweiten Hälfte der 90er Jahre äußere Finanzkrisen nicht in die EU hineinwirkten. Dies steht in scharfem Kontrast zu den frühen 70ern, als das im Werner-Bericht entworfene Projekt einer Währungsunion an der Ölkrise 1973 scheiterte.

Selbst wenn es offensichtlich ist, dass die Einführung des Euro eine grundsätzliche Wende in der Währungsorganisation der Europäischen Union darstellt, so ist es dennoch außergewöhnlich, dass die ursprüngliche Analyse der Europäischen Kommission völlig außer Acht ließ, welche potenziellen Effizienzgewinne der europäischen Finanzverfassung durch die WWU entstehen würden. In den letzten Jahren wurde die Europäische Union jedoch gewahr, dass der Erfolg der WWU auch auf die Entwicklung eines besseren Finanzgefüges angewiesen ist. Initiativen zur Entwicklung der Risikokapitalindustrie, die die Bedürfnisse innovativer und schnell wachsender Firmen bedienen, oder zur Verbesserung der Funktion des Kapitalmarktes sind Beispiele solch einer Einstellungsänderung (Europäische Kommission, 2000).

Das kontinentaleuropäische Finanzgefüge war traditionell um Banken herum aufgebaut. In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich das traditionelle Vermittlungsgeschäft der Banken zwischen Einlagen und Krediten abgeschwächt, während die Kapitalmärkte an Bedeutung gewonnen haben. Das wird manchmal als die „Amerikanisierung der Finanzwirtschaft“ (Steinherr, 1998) beschrieben, auch wenn sich dies im europäischen Zusammenhang bisher im Wesentlichen auf die Veränderung des Geschäftsfeldes der Banken und nicht auf das Entstehen neuer, anderer Finanzdienstleister zurückführen lässt. Obwohl es viel Literatur über den Vergleich der Vor- und Nachteile bank- und marktorientierter Finanzwirtschaft gibt, ist nicht klar, ob eines der beiden Systeme zwangsläufig dominiert. Da die Dienstleistungen von Banken und dem Kapitalmarkt nur bedingt austauschbar sind, vertritt Davis (2001) zum Beispiel die Ansicht, dass Finanzwesen, in denen sowohl Banken als auch der Kapitalmarkt nebeneinander bestehen, der Wirtschaft größere wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit geben.

Dieser Beitrag ist folgendermaßen gegliedert: Abschnitt 2 untersucht die Kräfte, die die weltweite Finanzlandschaft in den letzten zwei Jahrzehnten verändert haben. Abschnitt 3 fasst die Diskussion zusammen, wie die Einführung des Euro mit diesen größeren wirtschaftlichen Kräften bei der Umgestaltung der Eurofinanzmärkte zusammenwirken. Abschnitt 4 untersucht, ob die aktuellen Erfahrungen seit Januar 1999 mit den ex ante-Erwartungen im Einklang stehen. Die Analyse stützt sich größtenteils auf die Entwicklungen des Rentenmarktes<sup>1</sup>. In Abschnitt 5 werden einige Schlussfolgerungen gezogen.

---

<sup>1</sup> Das bedeutet nicht, dass der Rentenmarkt vom Euro am meisten betroffen ist. Alle Märkte sind betroffen. Der Geldmarkt erlebte die raschesten Veränderungen, weil er so

## B. Die sich ändernde weltweite Finanzlandschaft

Es wurde erwartet, dass die WWU tiefgreifende Veränderungen in der Finanzverfassung Europas hervorrufen würde. Jedenfalls hat sich die Finanzwirtschaft in den letzten zwei Jahrzehnten tiefgehend verändert und es gibt keine klaren Anzeichen dafür, dass der Veränderungsprozess zum Stillstand gekommen wäre. Um also dem Euro keine Veränderungen zuzuschreiben, die von breiteren Kräften herrühren, ist es hilfreich zu betrachten, wie sich das weltfinanzwirtschaftliche Umfeld in den letzten zwei Jahrzehnten verändert hat. Selbstverständlich wird die WWU diese Kräfte in den meisten Fällen verstärken oder beschleunigen.

Die treibenden Kräfte für die finanzwirtschaftliche Entwicklung der letzten zwei Jahrzehnte können in sieben große Kategorien eingeteilt werden: Technologie, Fortschritte in der Finanztheorie, restriktivere Bereitstellung von Staatsmitteln, freie Kapitalflüsse, Einführung weltweiter Finanzstandards, Institutionalisierung der Vermögensverwaltung und Veränderungen der Bevölkerungsstruktur (vgl. z. B. BIS, 2001).

Ohne die schnellen und beständigen Fortschritte in der Informations- und Telekommunikationstechnologie hätte die Finanzwirtschaft, wie wir sie heute kennen, nicht entstehen können. Enorme Erhöhungen der Rechnerleistung und schnellere Datenübertragung machten die Anwendung neuer Finanztheorien möglich und erleichterten tiefgreifende Fortschritte im Risikomanagement und bei der Aufspaltung finanzieller Risiken.

Der groß angelegte Abbau der Kapitalflusshemmnisse sowie eine geringere Einbeziehung öffentlicher Stellen bei der Bereitstellung finanzieller Dienstleistungen, wenn auch mit unterschiedlicher Geschwindigkeit in den einzelnen Ländern, haben die Finanzindustrie viel unmittelbarer auf Marktkräfte ansprechen lassen. Dies wurde von der Einführung von Weltstandards in den meisten Bereichen der Finanzwirtschaft begleitet (die Basler Eigenkapitalvereinbarung für Banken ist nur ein Beispiel).

In den meisten Industrieländern gab es einen gewaltigen Trend zur institutionalisierten Vermögensverwaltung. Ein ständig steigender Anteil von Vermögenswerten wird heute von professionellen Vermögensverwaltern kontrolliert, unabhängig davon, ob diese in Bankkonzernen tätig sind oder nicht. Dieser Prozess ist sicherlich noch nicht abgeschlossen, da die voraussichtliche Alterung der Bevölkerung in den meisten Industrieländern die auf dem Umlagever-

---

stark von der Währungspolitik abhängt. Im Fall des Aktienmarktes ist es schwierig, zwischen den Auswirkungen des Euro und denen eines Aktienbooms auf beiden Seiten des Atlantiks zu unterscheiden. Die Europäische Zentralbank (2001a, b, c) verfolgt die Entwicklung der drei Märkte.

fahren beruhenden Pensionssysteme unter Druck setzt und dadurch die Bedeutung professioneller Vermögensverwalter weiter verstärken wird.

Die Gesamtfolge dieser Kräfte ist, dass das relative Gewicht von Kapitalmarktaktivitäten im Verhältnis zum traditionellen Vermittlungsgeschäft der Banken gewaltig zugenommen hat.

### C. Die WWU verändert die Finanzwelt Europas

Die Entwicklung der Finanzwirtschaft ist im Wesentlichen die Folge des Zusammenspiels wirtschaftlicher Kräfte zwischen kapitalbedürftigen Wirtschaftssubjekten, Sparern, Regulierung und verfügbarer Technologie. Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass Regulierung und Technologie wesentlich von der WWU abhängen. Also untersuchen wir, wie die wirtschaftliche Landschaft, allem voran die WWU, das Verhalten von Investoren zu verändern vermag. Letzten Endes werden sich Kreditnehmer und die Infrastruktur anpassen müssen, um den Bedürfnissen von Anlegern gerecht zu werden.

Zum Ersten beruht die Philosophie der WWU darauf, dass gesamtwirtschaftliche Preisstabilität ein nützliches Ziel ist und dass Inflation mittelfristig nicht wirtschaftliches Wachstum und Effizienz fördern kann. Stabile und geringe Inflation sollten das wirtschaftliche Risiko vermindern, Risikoprämien senken und letztlich Investoren veranlassen, längere Zeitrahmen für ihre Kapitalanlagen ins Auge zu fassen. Das könnte zu der Entwicklung einer „Beteiligungs kultur“ führen.

Zum Zweiten beendet die Einführung der einheitlichen Währung im größten Teil der Europäischen Union das Währungsrisiko bei grenzüberschreitenden Investitionsentscheidungen. Wie Brookes (1999) feststellte, war die Wertsteigerung grenzüberschreitender Kapitalanlagen vor dem Euro hauptsächlich von länderspezifischen Faktoren abhängig. Etwa drei Viertel der grenzüberschreitenden Kapitalanlagen standen letztlich im Zusammenhang mit Wechselkurs schwankungen und interner Geldpolitik. Da der Wechselkurs durch die WWU keine Rolle mehr spielt und Geldpolitik für die gesamte Eurozone betrieben wird, werden bisherige Anlagestrategien hinfällig. Zum Beispiel zeigt Brookes, dass bei gleichbleibendem Risiko die erreichbare zusätzliche Wertsteigerung durch Ausnutzung früherer Anlagestrategien bei grenzüberschreitenden Vermögensanlagen mit der Einführung des Euro um drei Viertel schrumpft. In anderen Worten werden Geldanleger eine andere Investitionsstrategie annehmen müssen. Zum Beispiel werden Kapitalbeteiligungen von Länderfaktoren abkommen zugunsten einer branchenspezifischen Verteilung. Von Geldanlagen festverzinslicher Wertpapiere dürfte man erwarten, dass sie von höherem Kreditrisiko (Entstehung eines Industrieanleihenmarktes) und mehr Arbitrage entlang der Zinsstrukturkurve angezogen werden.

Zum Dritten dürfte das Ersetzen der nationalen Währungen durch den Euro zum Verschwinden von ordnungspolitischen „home bias“-Rahmen führen, die auf vielen institutionellen Anlegern lasten, indem ihnen enge Grenzen bezüglich der Währungsrisiken, die sie eingehen dürfen, gesetzt werden. Zum Beispiel dürfen in vielen europäischen Ländern Lebensversicherer (eine der größten Anlegergruppen) keine Wechselkursrisiken eingehen. Daher sind sie gezwungen, ihre Rücklagen in der Währung anzulegen, in der ihre Haftung ausgestellt ist. Dies hatte zwei Folgen: Die Finanzmärkte wurden entlang der nationalen Währungen segmentiert und sie hatten, da die Größe der meisten nationalen Märkte gering ist, eher geringe flüssige Mittel. Das Verschwinden nationaler Währungen beseitigte über Nacht die Marktteilung und erweiterte die Anzahl anlagefähiger Wertpapiere erheblich. Das dürfte (bei gleichem Risiko) zur Angleichung der Renditen in der Zone, zu einem viel höheren Bestand an flüssigen Mitteln und zu viel stärkeren grenzüberschreitenden Investitionsflüssen führen.

Die Zersplitterung entlang der nationalen Währungen, Unterschiede in der Währungspolitik und Wechselkursrisiken hatten weitreichende Folgen. Zum Ersten waren die Kreditrisikenanalyse und die Aktienmärkte unterentwickelt. Zum Zweiten wurde der Rentenmarkt in nahezu allen EU-Ländern von Wertpapieren des Staates und der öffentlichen Hand dominiert, wenn nicht sogar kontrolliert. Zum Dritten bestand das einzige Segment des Rentenmarktes, das in privater Hand war, aus den Wertpapieren der Finanzwirtschaft.

#### D. Wie sich Finanzmärkte mit der WWU änderten

Prüfen wir nun, ob die durch die Einführung des Euro erwarteten Veränderungen bereits nach weniger als drei Jahren sichtbar sind.

Der Staatspapiermarkt war traditionell das beherrschende Segment des Rentenmarkts. Die Beseitigung des Sockels „gefangener Anleger“, die die meisten Regierungen vor der WWU genossen, hat einem sehr viel wettbewerbsfreundlicheren Umfeld Platz gemacht. Die nationalen Schatzämter haben keine andere Wahl gehabt als die Attraktivität ihrer Wertpapiere zu erhöhen. Tabelle 1 zeigt, wie sich das Emissionsvolumen an zehnjährigen repräsentativen Staatspapieren in den drei größten Ländern der Eurozone im Zeitraum von 1996–2001 veränderte. Diese drei Länder haben auch den größten Kapitalbedarf. Das Ausgabevolumen der Staatspapiere im Jahre 1996 ist ziemlich aussagekräftig für die Situation vor der Umstellung der Finanzierungsmethode durch die nationalen Schatzämter zum Erreichen der WWU. Mit der beachtenswerten Ausnahme von Frankreich, das bereits Schritte zur Modernisierung seiner Kreditaufnahmepolitik unternommen hatte, lag das Volumen der größten repräsentativen Staatspapiere sowohl in Italien wie auch in Deutschland bei etwa 10 Mrd. Euro

und der Umschlag dieser Papiere war relativ gering. Als der Euro in greifbare Nähe gerückt war, erhöhten sowohl Deutschland als auch Italien das Volumen der einzelnen Emissionen erheblich, um Anleger angemessen mit flüssigen Mitteln versorgen zu können. Heute liegen repräsentative Emissionsvolumina der drei größten Eurozonenländer zwischen 20 und 25 Mrd. EUR. Vergleichbare US-Staatspapiere hatten vor der Zurücknahme der individuellen Emissionen aufgrund des Haushaltsüberschusses ein Einzelvolumen von etwa 15 Mrd. USD.

*Tabelle 1*  
**Volumen der benchmark-Staatspapiere (in Milliarden Euro)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Deutschland	12,8	15,3	15,0	20,0	20,0	24,0
Frankreich	18,7	21,8	25,3	24,0	18,0	19,7
Italien	8,7	14,7	22,8	23,0	21,1	18,7

Anmerkung: Volumen der größten emittierten zehnjährigen Staatspapiere je Jahr; 2001 bis Ende September  
Quelle: Bloomberg

Die nationalen Finanzverwaltungen haben zusätzliche Schritte unternommen, um die Anziehungskraft ihrer Wertpapiere zu erhöhen. Sie haben die Merkmale ihrer Anleihen vereinheitlicht (zum Beispiel ähnliche Kuponberechnungsvereinbarungen getroffen) und sind berechenbarer in ihrer Ausgabepolitik geworden (Vorankündigungen der Emissionsdaten, Zunahme der begehrten Wertpapiere durch Wiederausgabe).

Kleinere europäische Länder haben geringeren Refinanzierungsbedarf und es wäre schwierig für sie, das gleiche Ausgabevolumen wie die größeren anzustreben. Trotzdem blieben sie nicht untätig. Sie haben Schritte zur Verbesserung der Liquidität unternommen. Zum Beispiel hat Spanien seine Anleiheprogramme auf Laufzeiten konzentriert, in denen die größten Länder nicht sehr aktiv sind. Die Niederlande und Belgien haben ihre Verschuldung durch Rückkauf- und Austauschangebote umgeschichtet, um die Zahl der Staatspapiere zu verkleinern und um sie in größeren Emissionen zu bündeln. In beiden Ländern steht das Zielvolumen der repräsentativen Staatspapiere bei etwa 10 Mrd. EUR, etwa doppelt so hoch wie zuvor. Einige Länder (Belgien, Österreich und Portugal) versuchten auch, durch Emission originaler (großer) Tranchen über Syndikate eine breitere Anlegerschicht zu erreichen. Das erlaubte es ihnen, Finanzquellen zu nutzen, die sonst nicht erreichbar gewesen wären. Irland ist eines der treffendsten Beispiele für die Bemühungen, die Liquidität seiner Anleihen

zu verbessern. 1999 tauschte die Irish National Treasury Management Agency beinahe alle an der Börse notierten Staatspapiere (die Eigenschaften hatten, die ihre Vermarktbarkeit einschränkten) gegen neue mit Laufzeiten von 3, 5, 10 und 16 Jahren.

Es taucht die Frage auf, ob die Gewinne einiger Länder nicht von den Verlusten anderer wettgemacht werden. Das ist unwahrscheinlich. Angesichts des stärkeren Wettbewerbs haben die Staatskassen die Anziehungskraft ihrer Wertpapiere kräftig erhöht. Zusammen mit der vertrauensfördernden Eigenschaft des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, die das nicht durchzuhaltende Aufbauen öffentlicher Schulden verhindern sollte, haben diese Anpassungen zu relativ kleinen Renditeunterschieden zwischen den europäischen Nationalstaaten geführt. Im Zehnjahressegment des Rentenmarktes liegen die Renditeunterschiede der Staatspapiere der Euroländer im Vergleich zu Deutschland im Bereich von 10 bis 35 Basispunkten.

*Tabelle 2*

**Verteilung der begebenen nichtstaatlichen Wertpapiere am Rentenmarkt in %**

	USD			EUR		
	1995	2000	Unterschied	1995	2000	Unterschied
Kapitalgesellschaften	28,5	24,8	-3,7	8,1	16,3	8,2
Finanzinstitute	18,9	20,8	1,9	56,3	49,2	-7,0
Collateralised debt	39,6	39,2	-0,3	19,5	26,1	6,5
Nichtstaatl. öffentl. Sektor	11,5	13,7	2,2	11,6	5,3	-6,3
Supranationale Institutionen	1,6	1,5	-0,1	4,4	3,1	-1,3

Quelle: BIS (2001).

Es gibt im Wesentlichen zwei Wege für Anleger, ihre Rendite auf dem Rentenmarkt zu erhöhen. Der erste ist, sich entlang der Renditekurve zu bewegen. Der zweite ist, ein höheres Kreditrisiko einzugehen. Der erste Ansatz war in der EU schon immer möglich, aber für eine erfolgversprechende Strategie waren nicht immer ausreichend flüssige Mittel vorhanden. Die Verbesserung der Staatspapiermärkte macht diesen Ansatz möglich. Die Alternative höheren Kre-

ditrisikos gab es kaum. Der EU-Rentenmarkt war hauptsächlich dem öffentlichen Sektor und hochwertigen Finanzinstituten vorbehalten. Seit der Einführung des Euro gab es ein bemerkenswertes Wachstum auf dem nichtstaatlichen Rentenmarkt. Tabelle 2 zeigt die Struktur der begebenen nichtstaatlichen Wertpapiere nach Kreditnehmern gegliedert. Man beachte, dass das Gesamtvolumen des nichtstaatlichen Rentenmarktes in US-Dollar höher ist als in Euro.

Wie Tabelle 2 deutlich zeigt, gab es keine dramatischen Strukturänderungen am US-Dollar Rentenmarkt zwischen 1995 und 2000. Im Gegensatz dazu war der Euromarkt bedeutenden Veränderungen unterworfen. Der Anteil der von Kapitalgesellschaften begebenen Papiere hat sich in nur fünf Jahren auf 16 % verdoppelt, bleibt aber noch immer hinter dem US-Dollar Markt zurück. Der von Banken kontrollierte Anteil ist auf etwa 50 % zurückgegangen, während der von collateral debt (im Wesentlichen deutsche Pfandbriefe und ähnlich geartete Wertpapiere anderer europäischer Länder) kontrollierte Anteil zugenommen hat.

Die begebenen Wertpapiere entwickeln sich wie in Tabelle 2 dargestellt langsam, entsprechend dem geänderten Muster der neuen Kapitalflüsse. Um besser zu verstehen, ob die WWU sichtbare Folgen hat, wenden wir uns Stromdaten zu. Am besten analysiert man diese Daten und die Haupteigenschaften von Anleihen und vergleicht den Euromarkt mit einem äußeren Bezugswert (dem US-Dollar Rentenmarkt etwa). Es stehen mehrere verschiedene Informationsquellen über die Rentenmarkttaktivität zur Verfügung (Capital Data Bondware, IFR, BIS, Europäische Kommission). Allerdings weichen die geografische Reichweite und die verfügbaren Details stark voneinander ab. Keine Informationsquelle ist den anderen in allen Belangen überlegen. Wir werden uns auf die Daten der Europäischen Kommission stützen, um die Struktur nach Kreditnehmern von Euroanleihen seit Januar 1999 zu untersuchen. Anschließend werden wir auf die Daten des IFR zurückgreifen, um die Haupteigenschaften einzelner Transaktionen zu betrachten und für den Vergleich mit dem US-Dollar Markt.

Die Daten in Tabelle 3 zeigen deutlich, dass es eine ziemlich starke Veränderungen der Kreditnehmerstruktur im Eurokapitalmarkt gegeben hat. Nehmen wir an, dass ohne die Einführung des Euro die durchschnittliche Struktur der Kapitalflüsse im Rentenmarkt der Eurozone so geblieben wäre, wie sie sich in Tabelle 2 darstellt.<sup>2</sup> Verglichen mit solch einem Szenario gab es dramatische Verschiebungen. Die wichtigste ist, dass Kapitalgesellschaften ihre Finanzie-

---

<sup>2</sup> Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass die Stromdaten langfristig wesentlich vom Bestand abweichen. Das wäre nur der Fall, wenn die Laufzeitstruktur von Neuemissionen bei verschiedenen Kreditgeberschichten signifikant abweichen würde. Natürlich wird auch vorausgesetzt, dass die Struktur der begebenen Wertpapiere 1995 in einem mittelfristigen Gleichgewicht war.

rung auf dem Rentenmarkt massiv erhöht haben. Im Vergleich zum achtprozentigen Marktanteil des Bestandes an nichtstaatlichen Wertpapieren von 1995 haben Kapitalgesellschaften seit der Einführung des Euro etwa ein Fünftel des gesamten Ausgabevolumens übernommen. Ein zweites Merkmal ist, dass der Anteil der neu ausgegebenen Wertpapiere von Banken wesentlich geringer ist als in der Vergangenheit, während der collateralised debt-Markt stark angewachsen ist. Ein Teil dieses Wachstums ist auf veränderte Geschäftsfelder der Banken zurückzuführen. Statt Kredite in ihrer Bilanz zu verzeichnen und sie durch Anleihen zu refinanzieren, haben Banken begonnen, ihre Kredite als Wertpapiere zu verbrieften. Schließlich haben supranationale Institutionen ihre Emissionstätigkeit auf dem Eurorentenmarkt verringert, während regionale und kommunale Körperschaften in den Markt traten. Man sollte anmerken, dass die Kreditnehmerstruktur bei Neu-Emissionen wenig abweicht von der Bestandsstruktur in US-Dollar. Der bedeutende Unterschied ist, dass in Europa Banken eine stärkere Rolle spielen als in den USA, und mit den collateralised debt-Obligationen (CDOs) verhält es sich umgekehrt. Das ist nicht überraschend, da die Beteiligung von US-Banken an der Kreditschöpfung viel geringer ist als in Europa, denn in den Vereinigten Staaten sind Kreditgeber außerhalb des Bankensektors viel stärker vertreten.

*Tabelle 3*  
**Struktur nach Kreditnehmern nichtstaatlicher Anleihen in Euro**

	Emissionsmenge (Mrd. EUR)			Anteil am Gesamtvolume		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Lokale und supranationale Institutionen	70,5	70,5	57,9	9,0%	10,1%	10,3%
CDOs	294,6	241,4	145,8	37,5%	34,6%	26,1%
Finanzinstitute	280,5	249,3	197,4	35,7%	35,7%	35,3%
Kapitalgesellschaften	140,3	136,5	158,4	17,9%	19,6%	28,3%
Nichtstaatlich insgesamt	785,9	697,7	559,6	100,0%	100,0%	100,0%

Anmerkung: 2001 nur bis Ende August.

Quelle: Europäische Kommission.

Da das bisher vorgelegte Material darauf hinweist, dass sich der Eurorentenmarkt an das US-Modell annähert, untersuchen wir jetzt, ob das auch für die

Eigenschaften einzelner Emissionen zutrifft. Wir stützen uns auf die IFR Platinum Daten und betrachten nur internationale Wertpapiere. Ein naheliegender Vergleichswert ist der Emissionsbetrag. Im Zeitraum Januar 1999 bis August 2001 war der mittlere Emissionsbetrag von Euroanleihen 200 Mio. EUR und von Dollaranleihen 200 Mio. USD.<sup>3</sup> Tabelle 4 gibt uns ein anderes Bild der Verteilung des Emissionsvolumens. Es gibt relativ mehr kleine (unter 100 Mio. USD) und große (über 1 Milliarde) Dollaranleihen. Euroanleihen bewegen sich relativ häufig im Bereich von 100 bis 500 Mio. EUR.<sup>4</sup>

*Tabelle 4*  
**Verteilung neuer internationaler Emissionen in Euro und US-Dollar**

	<b>Emissionen in EUR</b>		<b>Emissionen in USD</b>	
	<i>Beträge</i>	<i>Anzahl</i>	<i>Beträge</i>	<i>Anzahl</i>
0–99m	2,94%	24,56%	2,47%	28,88%
100–249m	12,60%	29,41%	6,98%	22,61%
250–499m	19,61%	22,09%	12,04%	17,98%
500–999m	24,96%	15,04%	19,67%	15,42%
Über 1bn	39,89%	8,90%	58,84%	15,11%
Insgesamt	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Quelle: Thomson Financial IFR, IFR Platinum CD-Rom.

Abbildung 1 gibt eine grafische Beschreibung der Verteilung internationaler Emissionen in Euro und Dollar. Der Konzentrationskoeffizient (Gini-Index) für US-Dollar steht bei 37 %, wohingegen der Euro mit 42 % eine etwas geringere Volumenungleichheit aufweist. Man beachte, dass obige Statistiken sich stets auf das Volumen der einzelnen Transaktion beziehen. Das ist nicht notwendigerweise ein präziser Gradmesser für die umlaufenden Beträge, da diese mit der Zeit durch die Ausgabe weiterer Tranchen, die die Eigenschaften der Originalanleihe haben, und deren Übernahme in eine gemeinsame größere Anleihe anwachsen können. Dieses Verfahren wurde von vielen regelmäßig auftretenden Kreditnehmern angewandt. Darüber hinaus sind einige große Kreditnehmer

<sup>3</sup> Da das Volumen stark schwankt, ist der Median wahrscheinlich ein besserer Maßstab als der Durchschnitt. Die Gesamtverteilung wird später besprochen.

<sup>4</sup> Vor der Einführung des Euro galten Anleihen für Beträge über 1 Mrd. DEM oder 3 Mrd. FRF (etwa 500 Mio. EUR) als sehr groß.

zu der Strategie übergegangen, formellere Anleiheprogramme aufzulegen, um ihre Wertpapiere für Investoren attraktiver zu machen.

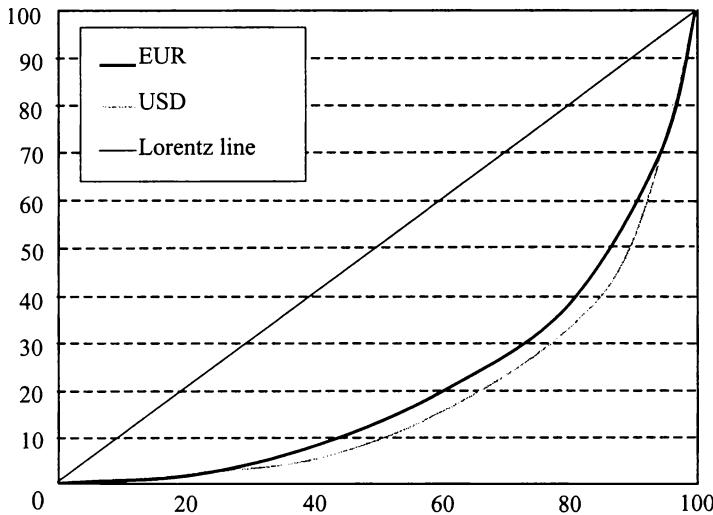


Abbildung 1: Verteilung des Emissionsvolumens  
in EUR und USD (1999–2001)

Wie gezeigt, hat sich der Industrieanleihenmarkt mit der WWU entwickelt und die Volumenstruktur der in Euro gezeichneten Wertpapiere auf den Stand beim US-Dollar zubewegt, so dass es nun auch Sinn macht, sich den Eigenschaften der größten nichtstaatlichen Anleihen zuzuwenden. Sowohl in den USA als auch in Europa haben lange Zeit supranationale Konzerne und die öffentliche Hand (Pfandbriefe mit inbegriffen) die größten Anleihen aufgelegt. Die Tabellen 5a und 5b verzeichnen die zehn größten internationalen Wertpapieremissionen in Dollar und Euro. Die öffentlich geförderten Einrichtungen in den USA, Hypothekenbanken in Deutschland und einige große Finanzinstitute machen den Löwenanteil der großen Emittenten aus. Die Tabellen 5a und 5b enthalten nur Nicht-Finanzunternehmen und deren Tochtergesellschaften sowie Kreditnehmer aus Schwellenländern. Die größte internationale Emission der letzten drei Jahre wurde von einer Olivettitochter in Euro ausgegeben, als sie Telecom Italia übernahm. Wie die Tabellenwerte deutlich zeigen, ist das Ausgabevolumen der größten Transaktionen einzelner Unternehmen in Euro und Dollar annähernd gleich. Bei genauerer Untersuchung stellt man jedoch zwei Unterschiede fest: Erstens ist die Länge der Laufzeiten der großen Industrieanleihen in Euro viel geringer als in Dollar. Die längste Laufzeit in Euro beträgt

sieben Jahre, in Dollar dagegen vierzig Jahre.<sup>5</sup> Zweitens kommt die Mehrheit der großen Unternehmenstransaktionen in Euro aus dem Telekommunikationssektor. In den USA war der Telekommunikationssektor auch ein großer Kreditnehmer, aber die Branchenvielfalt war deutlich größer.

*Tabelle 5a*  
**Größte internationale Industrieanleihen seit 1999 in USD**

Ablauf-Termin	Ausgabe-termin	Volumen	Emittent	Laufzeit
7.09.01	9.08.00	6000	Unilever PLC	1
17.08.40	10.08.00	5157	Brazil, Republic of Brazil	40
28.10.09	20.10.99	5000	Ford Motor Credit Co	10
17.11.20	14.11.00	4657	Tyco International Ltd	20
15.05.31	8.05.01	4600	WorldCom Inc	30
16.06.04	8.06.99	4000	Ford Motor Credit Co	5
1.08.05	26.06.00	4000	Ford Motor Credit Co	5
15.05.11	8.05.01	4000	WorldCom Inc	10
1.03.11	7.03.01	3500	France Telecom SA	10
15.06.30	27.06.00	3500	Deutsche Telekom International Finance BV	30

Quelle: Thomson Financial IFR, IFR Platinum CD-Rom. Angaben ohne Anleihen internationaler Institutionen, Banken und Finanzinstitute im Zeitraum Januar 1999 bis August 2001.

Die genannten Indizien weisen darauf hin, dass sich der Eurorentenmarkt erfreulich entwickelt hat und sich in groben Zügen dem US-amerikanischen internationalen Rentenmarkt annähert. Weitere Entwicklungen sind aus folgenden Erwägungen wahrscheinlich: Zunächst einmal braucht das Wagnis „Eintritt in den Kapitalmarkt“ Zeit. Mit der Zeit wird die Bandbreite der Firmen, die auf den Markt kommen, weiter ansteigen. Zum Beispiel werden in Europa 500 Fir-

---

<sup>5</sup> Die Welle von Langläufern, die im Jahr 2000 durch den US-Industriebondsmarkt ging, ist auch auf das starke Zurückfahren der langfristigen Kreditaufnahme der US-Staatskasse zurückzuführen, die damit auf wachsende Haushaltsüberschüsse reagierte.

men von den wichtigen Bewertungsagenturen offiziell bewertet, in den USA sind es hingegen 3000 (ECB 2001b).<sup>6</sup>

*Tabelle 5b*  
**Größte internationale Industrieanleihen seit 1999 in EUR**

Ablauf-Termin	Ausgabe-termin	Volumen	Emittent	Laufzeit
30.06.04	3.06.99	7944	Tecnost International NV	5
30.07.04	19.07.99	4500	Tecnost International NV	5
11.07.06	2.07.01	4500	Deutsche Telekom International Finance BV	5
12.10.01	29.03.00	4000	France Telecom SA	2
14.02.06	30.01.01	4000	General Motors Acceptance Corp	5
2.02.04	24.01.01	3500	Ford Motor Credit Co	3
14.03.04	7.03.01	3500	France Telecom SA	3
14.03.08	7.03.01	3500	France Telecom SA	7
14.12.00	19.05.99	3250	Repsol International Finance BV	2
1.01.05	14.04.99	3079	Vivendi Environment	6

Quelle: Thomson Financial IFR, IFR Platinum CD-Rom. Angaben ohne Anleihen internationaler Institutionen, Banken und Finanzinstitute im Zeitraum Januar 1999 bis August 2001.

Ein Bereich, in dem der Eurorentenmarkt ebenfalls einigen Erfolg verzeichnen konnte, ist die Kapitalversorgung von nichtansässigen Kreditnehmern. Der Dollar ist für internationale Kreditaufnahmen bei den meisten nichtansässigen Kreditnehmern (außerhalb der EU) die Währung ihrer Wahl geblieben. Trotzdem haben einige Staaten Lateinamerikas Kapital aus dem Eurorentenmarkt geschöpft. Der Fortschritt war am eindrucksvollsten bei osteuropäischen Staaten: Die meisten dieser Länder haben eine Wechselkurspolitik, die an den Euro geknüpft ist oder haben zumindest ihren wirtschaftlichen Hauptanknüpfungspunkten.

<sup>6</sup> Eine Folge davon war, dass viele US-Unternehmer seit der Entstehung des Euro den Euroanleihenmarkt angezapft haben.

punkt in der EU. Daher wird Kreditaufnahme in Euro als eine vernünftige Alternative angesehen.

Oben wurde betont, dass die Anzahl der Firmen, die offiziell bewertet werden, relativ gering ist. Während die Abschaffung nationaler Währungen die Investitionsmöglichkeiten auf eine viel größere Zone ausgeweitet haben, hat die Information nicht unbedingt Schritt gehalten. Kreditaufnahmen, die früher auf örtlichen Informationen und gutem Namen gründeten, sind im Euromarkt nicht mehr machbar. Kreditnehmer müssen einen größeren Investorenkreis anziehen, der dazu neigt, externe Kreditbewertungen heranzuziehen. Seit der Einführung des Euro ist die Anzahl der Anleihen ohne offizielle Kreditbewertung zurückgegangen. Außerdem sollte hervorgehoben werden, dass das Erwerben und Entwickeln der Kreditrisikoanalyse, die im neuen Rentenmarkt nötig ist, Zeit braucht.

*Tabelle 6*  
**Beziehung zur Swap-Spanne**

Emittentengruppe	Korrelation
Eurolandstaaten	0,27
EIB	0,87
KfW	0,89
AAA	0,86
AAA Pfandbriefe	0,87
AA	0,82
A	0,74
BBB	0,57
Swap	1,00

Anmerkung: Korrelation zwischen der Ertragsdifferenz zwischen dem Emittenten und den deutschen Staatspapieren sowie Ertragsdifferenz zwischen der Swap-Rate und den deutschen Staatspapieren.

Quelle: Bloomberg, Berechnungen der Autoren. Die angegebenen Klassen sind ein Wertpapiermix verschiedener Kreditnehmer.

Ein Merkmal des Eurorentenmarktes hat viel Aufmerksamkeit erregt. Im Gegensatz zu anderen Rentenmärkten, in denen der Staat auch für die Währung verantwortlich ist, gibt es in der Eurozone keinen Einzelnen, an den man sich wenden könnte. Zwar ist es die primäre Aufgabe von Staatspapieren, Staats Schulden zu geringen Kosten zu finanzieren, sie haben aber auch externe Effekte, da Staatspapiere zur Preisbildung der Anleihen anderer Kreditnehmer dienen und auch für Deckungsgeschäfte genutzt werden können (BIS, 2001). In

Euro gibt es keine klare Richtgröße, obwohl die zehnjährigen und kürzlich auch die fünfjährigen deutschen Staatsanleihen die de facto-benchmark-Wertpapiere mit dem niedrigsten Ertrag sind.

Die Existenz eines benchmarks als Preisbezugsgröße und Deckungsinstrument ist wichtig, falls die Renditestruktur der verschiedenen Kreditnehmerschichten angesichts dieser Referenzpapiere stabil bleibt. Das ist insbesondere der Fall bei Deckungsgeschäften. Tabelle 6 zeigt die Korrelation des Ertragsunterschiedes zwischen einem Kreditnehmer und dem deutschen benchmark und dem gleichen Unterschied zwischen der Swap-Rate und dem selben deutschen benchmark. Die Erträge der Staatspapiere im Euroland werden tatsächlich vom Ertrag der deutschen Bundeswertpapiere gesteuert. Für den Rest des Marktes ist die Swap-Rate der wichtigste Bezugspunkt. Es ist daher nicht überraschend, dass die aktuelle Preisfindung und Kurssicherung im Eurorentenmarkt für staatliche Kreditnehmer auf den deutschen (oder französischen) Staatspapieren beruht und für andere Kreditnehmer die Swap-Rate den Preis bestimmt. Das zeigt deutlich, dass die Abwesenheit eines einzigen unbestrittenen staatlichen Richtwerts kein echtes Problem für den Rentenmarkt darstellt.

*Tabelle 7a*  
**Summe der Zinssatz-Swaps (in Mrd. USD, Bestände der Vertragsbeträge)**

	Jun 98	Dez 99	Jun 99	Dez 99	Jun 00	Dez 00
Euro	13.576	16.461	17.483	20.692	22.948	21.311
USD	13.214	13.763	16.073	16.510	17.606	19.421
JPY	7.164	9.763	10.207	12.391	12.763	13.107
Andere	8.414	10.028	10.309	10.498	10.808	10.829
Insgesamt	42.368	50.015	54.072	60.091	64.125	64.668

Quelle: BIS Quarterly Review of international and banking markets, verschiedene Ausgaben.

Die Tatsache, dass der Eurorentenmarkt aus zwei Bereichen besteht, die in gewisser Hinsicht ein Eigenleben führen, hat weitreichende Folgen für die Entwicklung des Derivatenmarktes. Die Kurssicherung einer Staatspapierposition mit Zinssatz-Swaps bringt ein hohes Basisrisiko mit sich; das Gleiche gilt für Investoren, die durch staatliche Wertpapiere gestützte Industrieanleihen oder staatspapiergestützte Derivate halten. Die Tabellen 7a und 7b bilden die Entwicklung des Volumens des Zinssatz-Swapmarktes in den Hauptwährungen und das Volumen der erfolgreichsten staatspapierbasierten Devisenterminge-

schäfte ab. Man kann leicht sehen, dass in beiden Fällen die Euroderivate ganz vorne stehen.

Wir haben die Veränderungen auf der Rentenseite des Kapitalmarktes untersucht. Während hier die Folgen des Euro deutlich sichtbar sind, war auch der Aktienmarkt starkem Wandel ausgesetzt. Tsatsaronis (2001) zeigt, dass die Aktienkursentwicklung immer weniger von inländischen Einflüssen und mehr von Brancheneinflüssen abhängt. Daher ist es nicht überraschend, dass grenzüberschreitende Investmentfonds eines der am stärksten wachsenden Marktsegmente seit der Einführung des Euro gewesen sind.

*Tabelle 7b*  
**Bestände in staatspapierbasierten Termin- und Optionsgeschäften**

		Devisentermingeschäfte	Optionsscheine
Vertrag	Börse	Gesamtvolumen	Gesamtvolumen
Euro-Bund	Eurex	151.326.295	26.291.123
Euro-Bobl	Eurex	62.502.582	2.436.491
Euro-Schatz	Eurex	42.822.290	1.954.183
30j. US Treasury	CBOT	62.750.843	17.267.458
10j. US Treasury	CBOT	46.700.538	10.629.021
5j. US Treasury	CBOT	23.331.981	3.733.542

Quelle: Futures and Options Week, Vol. 6, Nr. 4/29. Januar 2001.

## E. Schlussfolgerung

Wir haben auf die Entwicklung des Eurokapitalmarktes seit der Einführung des Euro zurückgeschaut. Dabei zeigte sich, dass die neue Währung tiefgreifende Folgen für die europäische Finanzwelt gehabt hat. Mit stärkerem Wettbewerb konfrontiert, haben europäische Kreditnehmer die Anforderungen von Anlegern zufriedenstellen müssen, die nicht mehr in ihren nationalen Währungen gefangen sind. Alle Kreditnehmer haben Schritte unternommen, um die Anziehungskraft ihrer Wertpapiere zu erhöhen und Anleger mit mehr flüssigen Mitteln auszustatten.

Der Eurorentenmarkt hat sich stark entwickelt und gleicht sich der Struktur des US-Dollar Marktes an. Diese Entwicklung dürfte die Kapitalversorgung in der Europäischen Union verbessern, ein effizienteres Wirtschaftssystem för-

dern und die europäische Wirtschaft widerstandsfähiger gegen wirtschaftliche Schocks machen.

Nach unserer Ansicht war die WWU die Anstrengungen und politischen Risiken schon allein wegen der Vorteile eines ertragreicher Kapitalmarktes wert. Die öffentliche Diskussion hat diesen Gesichtspunkt völlig vernachlässigt und sich auf andere Vorteile konzentriert.

Trotz der Tatsache, dass, wie Lamfalussy (2001) ausführt, der europäische Kapitalmarkt von der Schaffung eines europäischen Regelungs- und Aufsichtsrahmens profitieren würde, haben wir in diesem Beitrag versucht, die dramatischen Verbesserungen zu zeigen, die bisher sogar ohne diese wünschenswerten Veränderungen erreicht werden konnten.

## Zusammenfassung

Diese Arbeit untersucht die Entwicklung des Eurokapitalmarktes seit der Einführung des Euro. Mit stärkerem Wettbewerb konfrontiert, haben europäische Kreditnehmer die Anforderungen von Anlegern zufrieden stellen müssen, die nicht mehr in ihren nationalen Währungen gefangen sind. Der Markt ist kompetitiver geworden und hat das Angebotsspektrum und die Liquidität erhöht.

Der Eurorentenmarkt hat sich stark entwickelt und gleicht sich der Struktur des US-Dollar Marktes an. Diese Entwicklung dürfte die Kapitalversorgung in der Europäischen Union verbessern, ein effizienteres Wirtschaftssystem fördern und die europäische Wirtschaft widerstandsfähiger gegen wirtschaftliche Schocks machen. Nach unserer Ansicht war die WWU die Anstrengungen und politischen Risiken schon allein wegen der Vorteile eines ertragreicher Kapitalmarktes wert.

## Summary

This paper reviews the evolution of the European capital market, especially the bond market, since creation of the EMU. This market has grown rapidly, with far-reaching consequences for European finance. The European capital market has been able to shed its major structural shortcomings and is moving close to the structure of the US market. There is much more competition, more choice and more liquidity in the European market compared to the previous sum of national financial markets. Industrial borrowers have easier access to this market. We conclude therefore that EMU would have been worth the effort even if the only result were just a European capital market.

### Literaturverzeichnis

- Bank for International Settlements (2001): „The Changing Shape of Fixed Income Markets“, BIS Working Papers No.104, September.
- Brookes, M. (1999): „The Impact of EMU on Portfolio Management“, EIB Papers, 4(1), S. 19–34.
- Davis, E. P. (2001): „Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability“, IMF Working Paper WP/01/115, August.
- Europäische Kommission (1990): „One Market, One Money“, European Economy, No. 44, Oktober.
- „Monthly and Quarterly Notes on the Euro-denominated Bond Markets“, verschiedene Ausgaben.
  - (2000): „Coordinated Public Debt Issuance in the Euro Area“, (Report of the Giovannini Group), November.
  - (2001): „Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets“, (Lamfalussy Report).
  - (2001): „EMU: The First Two Years“, Euro Papers, No. 42, April.
- Europäische Zentralbank (2001a): „The Euro Money Market“, ECB Occasional Papers, Juli.
- (2001b): „The Euro Bond Market“, ECB Occasional Papers, Juli.
  - (2001c): „The Euro Equity Market“, ECB Occasional Papers, Juli.
  - (2001d): „Review of the International Role of the Euro“, September.
- Lamfalussy, A. (2001): „Toward an Integrated European Financial Market“, The World Economy 24 (10), November.
- Steinherr, A. (1998, 2000): „Derivatives: The Wild Beast of Finance“, John Wiley & Sons, London.
- Tsatsaronis, K. (2001): „Market practice ahead of industrial structure in pricing euro area equities: country vs. sector effects“, BIS Quarterly Review, März, S. 13–14.

# Die Ursachen der Euro-Schwäche 1999–2001

Von Roland Vaubel

Weshalb war der Euro in den ersten drei Jahren seines Bestehens so schwach? War es eine Vertrauenskrise, oder lag es an fundamentalen Faktoren? Reicht der monetäre Ansatz der Wechselkurstheorie zur Erklärung aus, oder gab es auch reale Wechselkursänderungen, die realwirtschaftlich erklärt werden müssen? Muss man gar den Finanzmarktansatz der Wechselkurstheorie heranziehen? Oder war die Abwertung des Euro schließlich einfach ein Zufall – Teil der hohen Volatilität, die für Wechselkurse typisch ist?<sup>1</sup>

Der Euro hat sich sowohl nominal als auch real stark abgewertet – gegenüber einem weiten wie einem engen Kreis von Partnerländern. Besonders augenfällig war aber natürlich die Abwertung gegenüber dem US-Dollar. Sie soll daher im Folgenden im Mittelpunkt stehen. Zu erklären ist – im Vergleich der Jahresdurchschnitte – eine fünfprozentige Abwertung im Jahr 1999, eine 13-prozentige Abwertung im Jahr 2000 und eine dreiprozentige Abwertung im Jahr 2001 (Tabelle 1). Am stärksten war die Abwertung mit 5,9 % im zweiten Quartal 1999 – nach der (ganz und gar unnötigen) Zinssenkung vom 9. April.

Hält man sich an die schlichteste Version des monetären Ansatzes, die einfach die Kaufkraftparität mit der Quantitätstheorie des Geldes kombiniert, so hängt die Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses nur davon ab, wie sich die Differenz zwischen Geldmengenexpansion und realem Wirtschaftswachstum zwischen dem Euroraum und den USA unterscheidet. Misst man die Geldmengenexpansion anhand von M3, so war diese Differenz jedoch 1999 und 2001 in den USA größer als im Euroraum und im Jahr 2000 ziemlich genau null (Tabelle 2) – danach hätte also insgesamt nicht der Euro, sondern der Dollar abwerten müssen.

---

<sup>1</sup> Unter den bisherigen wirtschaftswissenschaftlichen Untersuchungen zur Euro-Schwäche sind vor allem die folgenden zu nennen: Cohen, Loisel (2001), Ohr (2001), Starbatty (2001), Bofinger (2001), Sinn, Westermann (2001), Harff, Schneider, Schularik (2001), Hau, Killeen, Moore (2000), Galati, Ho (2001), Europäische Zentralbank (2002).

*Tabelle 1*  
**Veränderungsraten der Durchschnittswerte des  
 Dollar/Euro-Wechselkurses**

	gegenüber Vorquartal in %				gegenüber Vorjahr in %
	I	II	III	IV	
1999	-4,2	-5,9	-0,9	-0,9	-4,9
2000	-5,0	-5,4	-3,1	-4,0	-13,3
2001	+6,2	-5,4	+1,9	+0,7	-3,0 <sup>a</sup> (-5,0) <sup>b</sup>

Anmerkung: <sup>a</sup> gegenüber 2000 I–IV

<sup>b</sup> gegenüber 2000 I–III

Daran ändert sich auch nichts, wenn man berücksichtigt, dass das Wachstum der (realen) Geldnachfrage nicht nur vom realen Wirtschaftswachstum, sondern auch vom langfristigen Zins abhängt.<sup>2</sup> Auch die Verwendung von M2 hilft nicht weiter (Tabelle 2).

Ganz anders ist das Bild, wenn man sich auf M1 konzentriert: Die Differenz zwischen der Geldmengenexpansion M1 und dem Wirtschaftswachstum war sowohl 1999 als auch 2000 im Euroraum wesentlich höher als in den USA (Tabelle 2). Die starke Euro-Abwertung in diesen beiden Jahren kann daher monetär erklärt werden. Auch die Quartalswerte dieses monetären Indikators und der Wechselkursänderungen (jeweils gegenüber dem Vorjahresquartal) sind – wie erwartet – deutlich negativ korreliert ( $r = -0,37$ ).

Für 2001 I–III hätte man nach Tabelle 2 allerdings eine leichte Euro-Aufwertung erwartet. Tatsächlich fiel der Außenwert des Euro um 5 %. Liegt das – wie Sinn und Westermann (2001) meinen – daran, dass die Nachfrage nach DM-Banknoten 2001 von 7,3 auf 5,8 % der Geldmenge M3 zurückgegangen ist (Tabelle 3) – wohl im Vorgriff auf den Umtausch zum Jahresende? Harff et al. (2001) haben darauf hingewiesen, dass dieser Effekt quantitativ nicht sehr bedeutend ist. Auch die folgende Analyse zeigt, dass er als Erklärung nicht weiterhilft.

---

<sup>2</sup> Die hier verwendete Elastizität für den langfristigen Zins wurde von Hayo (1999) geschätzt.

*Tabelle 2*  
**Monetäre Erklärungen der Euro-Schwäche**

	1999	2000	2001	2001 (I–III)
	gegenüber Vorjahreszeitraum in %			
Differenz der Geldmengenexpansionsraten (M3) in der Eurozone und in den USA	-1,5	-3,4		-7,9
Differenz der Geldmengenexpansionsraten (M3) minus der Differenz der Wachstumsraten des realen BIP	-0,4	0,1		-8,1
Differenz der geschätzten gleichgewichtigen Inflationsraten ( $\hat{p}^* = \hat{M}_3 - \hat{y} + 0,023\Delta i^L$ )	-0,4	0,1		-8,1
Differenz der Geldmengenexpansionsraten (M2) minus der Differenz der Wachstumsraten des BIP	2,4	-1,1		-1,4
Differenz der Geldmengenexpansionsraten (M1) minus der Differenz der Wachstumsraten des realen BIP; Quartalswerte (1999 I – 2001 III): $r(\hat{M}_{1\epsilon} - \hat{y}_{EZ} - \hat{M}_{1\$} + \hat{y}_{US}, E) = -0,37$	11,8	10,7		-2,0
Veränderung der Differenz der Zinsstrukturen zwischen Euro und Dollar; Quartalswerte (1999 II – 2001 IV); L = 10 Jahre, K = 3 Monate $\Delta(i_e^L - i_{\epsilon}^K - i_{\$}^L + i_{\$}^K) = \Delta x \quad r(\Delta x, \hat{E}) = -0,53$	0,36	0,06	-2,0	
Veränderung der Differenz der langfristigen Zinssätze (als Proxy für Veränderung der Inflationserwartungen)	-0,36	0,39	0,61	

Anmerkung: Alle Differenzen bemessen sich als Eurozone minus USA

Ein umfassenderer geldpolitischer Indikator als die Differenz zwischen Geldmengenexpansion und Wirtschaftswachstum ist die Fristenstruktur der Zinsen. Die Differenz zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Zinsen hat sich in den achtziger und neunziger Jahren in vielen Ländern als der treffsi-

cherste monetäre Frühindikator für die zukünftige Konjunkturentwicklung erwiesen<sup>3</sup>. Das liegt daran, dass er – anders als das Zinsniveau – nur wenig auf Realzinsschocks und Änderungen der Inflationserwartungen reagiert.

*Tabelle 3*  
**Nachfrage nach Banknoten**

	1999				2000				2001 (I–III)			
Anteil des Banknotenumlaufs an der Euro-Geldmenge (M3) in %	7,4				7,3				6,7			
Veränderungsrate, Quartalswerte: $(\hat{N}_e - \hat{M}_{3e}, \hat{E}) = -0,41$	n.v.				-1,4				-8,2			
Quartale	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Banknotenumlauf/Euro-M3 in %	7,3	7,4	7,5	7,5	7,3	7,2	7,3	7,3	7,0	6,7	6,4	5,8

Vergleicht man zum Beispiel von Quartal zu Quartal die Differenz zwischen dem Zehnjahreszins und dem Dreimonatszins im Euroraum und in den USA, so sind diese Veränderungen noch enger mit den Wechselkursänderungen korreliert ( $r = -0,53$ ), als es der M1-Indikator war. Auch die Zinsstruktur legt für 1999 und 2000 eine deutliche Euro-Abwertung nahe – jedoch wiederum nicht für 2001 (Tabelle 2). Da die Zinsstruktur alle Veränderungen des Geldangebots und der Geldnachfrage berücksichtigt – auch den Rückgang der Nachfrage nach DM-Banknoten –, ist eine monetäre Erklärung der Euro-Abwertung im Jahr 2001 also unmöglich – ganz gleich, ob man Sonderfaktoren bei der Nachfrage nach Banknoten berücksichtigt oder nicht. Die Euro-Schwäche dieses Jahres muss auf andere Weise erklärt werden.

Bei den realwirtschaftlichen Erklärungen ist zunächst an Balassas Theorie zu denken, dass ein hoher Produktivitätsfortschritt – vor allem im Exportsektor – zu einer realen Aufwertung führt, weil die Kaufkraftparität nur für international handelbare Güter gilt und die nicht-handelbaren Güter des Landes wegen des geringeren Produktivitätsfortschritts gegenüber den handelbaren knap-

<sup>3</sup> Vgl. Harvey (1991), Krämer, Langfeld (1993), Sauer, Scheide (1995), Funke (1997), Estrella, Mishkin (1997), Bernard, Gerlach (1998), anders aber neuerdings Kirchgässner, Savioz (2001) für Deutschland.

per und teurer werden (Balassa 1964). Einen Zusammenhang zwischen Produktivitätsfortschritt und realer Aufwertung begründen aber auch andere weniger bekannte Theorien, die auf die höhere Arbeitsintensität des Dienstleistungssektors abstellen (Bhagwati 1984) oder eine höhere Einkommenselastizität der Nachfrage nach den international kaum handelbaren Dienstleistungen unterstellen (Clark 1960, Fourastié 1969). Dass zwischen Produktivitätsfortschritt und realem Wechselkurs tatsächlich ein Zusammenhang besteht, ist vielfach belegt worden – ganz gleich, wie man ihn erklärt. Wie Tabelle 4 zeigt, würde auch dieser realwirtschaftliche Ansatz für die Jahre 1999 und 2000 eine Euro-Abwertung implizieren, aber die Korrelation der Quartalswerte (Veränderungsraten gegenüber dem Vorquartal) ist praktisch null, und für 2001 hätte auch er eine Euro-Aufwertung vorhergesagt.

*Tabelle 4*  
Realwirtschaftliche Erklärungen der Euro-Schwäche

	1999	2000	2001 <sup>a</sup>	2001 (I–III)
gegenüber Vorjahreszeitraum in %				
Differenz der Wachstumsraten des realen BIP, Quartalswerte 1999I–2001 III): $(\hat{y}_{EZ} - \hat{y}_{US}, \hat{E}) = -0,05$	-1,5	-0,7	+0,2	+0,4
Veränderung der Differenz der Staatsausgabenquoten: Quartalswerte für Eurozone nicht vorhanden	+0,1	-1,3	-0,8	
Veränderung der Differenz der Haushaltsdefizite/BIP; Defizit = -; Quartalswerte für Eurozone nicht vorhanden	+0,2	+0,3	+0,1	
Veränderung d. Differenz der Leistungsbilanzsaldo/BIP; Quartalswerte: $(\Delta l_{EZ} - \Delta l_{US}, \hat{E}) = 0,26$	+0,5	+0,5	-0,5	-0,2 <sup>b</sup>
Veränderungsrate des Ölpreises (in \$) minus US-Inflationsrate; Quartalswerte: $r(\hat{P}_{oil} - \hat{P}_{US}, E) = -0,40$	+37,0	+52,4		-8,1

Anmerkungen:

<sup>a</sup> geschätzt

<sup>b</sup> Quartale I–II

alle Differenzen bemessen sich als Eurozone minus USA

Quellen:

Sachverständigenrat, OECD

Eine (reale) Abwertung kann weiterhin dadurch zustande kommen, dass sich die Weltgüternachfrage von den eigenen Gütern zu den Gütern anderer Länder verschiebt, weil die Staatsausgaben, das Haushaltsdefizit oder der Nettokapitalimport relativ zum BIP im eigenen Währungsraum nicht so stark steigen wie anderen Ortes (oder stärker abnehmen als anderen Ortes). Tabelle 4 zeigt, dass die Veränderung der Differenz der Staatsausgabenquoten zwar zur Euro-Abwertung in den Jahren 2000 und 2001 passt, aber nicht 1999. Dagegen ist die Veränderung der Differenz der Haushaltsdefizite in allen drei Jahren mit einer Euro-Abwertung vereinbar. Sie ist jedoch relativ zum Niveau und den Veränderungen der Budgetsalden außerordentlich gering. Da keine Quartalsdaten vorliegen, ist ein direkter Vergleich mit der Geldpolitik nicht möglich<sup>4</sup>. Den Nettokapitalimport der Privaten, des Staates und der Zentralbank zeigt am besten das Leistungsbilanzdefizit an, denn die statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen sind meist im wesentlichen Kapitalbewegungen. Die Veränderung der Differenz der Leistungsbilanzquoten ist jedoch nur 2001 mit der Euro-Abwertung vereinbar; die Korrelation der Quartalswerte weist noch nicht einmal das theoretisch erwartete negative Vorzeichen auf.

Als realwirtschaftliche Ursache der Euro-Schwäche kommt schließlich der Ölpreisanstieg von 1999 II bis 2000 III in Frage. Da die amerikanische Wirtschaft energieintensiver produziert als die Eurozone, könnte der reale Anstieg des Ölpreises die reale Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro verursacht haben. Wie Tabelle 4 zeigt, erklärt die Veränderung des mit dem amerikanischen Lebenshaltungsindex deflationierten Ölpreises jedoch nicht die Euro-Abwertung im Jahr 2001. Die Korrelation der Quartalswerte ist stark negativ ( $r = -0,40$ ), aber deutlich schwächer als im Fall des besten monetären Indikators, der Veränderung der Differenz der Zinsstrukturen.

Betrachten wir als letzte Möglichkeit den Finanzmarktansatz der Wechselkurstheorie. Danach pflegt (*ceteris paribus*) nicht nur ein Anstieg des Geldangebots, sondern auch eine Erhöhung des Bondangebots zur Abwertung der Währung zu führen. Der Grund ist, dass ja nicht nur die Geldbestände, sondern auch die Bondbestände auf eine bestimmte Währung lauten. Änderungen des Wechselkurses wirken sich somit nicht nur beim Geld, sondern auch bei den Bonds auf die Portfolio-Anteile der verschiedenen Währungen aus. Daraus folgt, dass der Wechselkurs sowohl bei den Geldbeständen als auch bei den Bondbeständen zu den gewünschten Marktanteilen der verschiedenen Währungen passen muss.

Vergleicht man die Entwicklung der Nettoemissionen von auf Euro bzw. Dollar lautenden Anleihen in den Jahren 1999 – 2001, so zeigt sich, dass die

---

<sup>4</sup> Cohen und Loisel (2001) halten die Geldpolitik und die Haushaltsdefizite für die Hauptursachen der Euro-Schwäche.

Euro-Emissionen 1999 und in den ersten drei Quartalen des Jahres 2001 stärker wuchsen als die Dollar-Emissionen. Im Jahr 2000 holte der Dollar aber vorübergehend etwas auf. Betrachtet man die Quartalswerte, so weist die Differenz der Zuwachsrate zwischen Euro- und Dollar-Emissionen auch nicht die erwartete negative Korrelation mit der Wechselkursentwicklung auf. Ob die Entwicklung auf den Anleihemärkten für die Euro-Abwertung von 2001 wichtiger war als die Veränderungen der Staatsausgaben und Haushaltsdefizite, lässt sich nicht feststellen, da Quartalswerte der Staatsausgaben und Haushaltsdefizite für die Eurozone nicht veröffentlicht werden.

Ist die Euroschwäche eine Folge mangelnden Vertrauens? Die Inflationserwartungen schlagen sich in den langfristigen Zinsen nieder, denn diese setzen sich aus dem Realzins, der erwarteten Inflationsrate und Risikoprämien zusammen. Unter der heroischen Annahme, dass die Realzinsen aufgrund der internationalen Kapitalmarkt-Arbitrage stets in allen Ländern etwa gleich und die Risikoprämien vernachlässigbar gering sind, könnten die internationalen Unterschiede bei den langfristigen Zinsen als Indikator für die Unterschiede in den Inflationserwartungen dienen. In den Jahren 2000 und 2001 waren die langfristigen Zinsen im Euroraum deutlich höher als in den USA. Im Jahr 1999 war es jedoch umgekehrt – was daran gelegen haben kann, dass die USA als einer der größten Nettokapitalimporteure einen höheren Realzins brauchte. Deshalb lässt sich die These, dass die EZB schon 1999 mit einem Reputationsproblem kämpfte, nicht überprüfen.

Die Europäische Zentralbank misst die erwartete Inflationsrate für den Euro anhand der langfristigen Zinsdifferenz zwischen indexierten und nicht-indexierten französischen Staatsanleihen. Danach wurde im vierten Quartal 2001 für die nächsten zehn Jahre am Markt eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate des Euro von etwa 1,3 % erwartet. Das ist weit weniger als die niedrigste Rate, die die Bundesbank jemals seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems über zehn Jahre erreicht hat – nämlich 2,3 % pro Jahr im Zeitraum 1982–92. Der Erwartungsindikator der Europäischen Zentralbank ist offensichtlich mit größter Vorsicht zu genießen. Dass der Zins für die kaufkraftgesicherten Anleihen so hoch und die Zinsdifferenz daher so klein ist, könnte steuerliche Gründe haben. Denn für die Besteuerung müssen die realen Erträge in nominale Größen umgerechnet werden. Dahinter könnte sich aber auch eine hohe Risikoprämie verbergen. Denn obwohl kaufkraftgesicherte Anleihen für die meisten privaten Anleger weniger riskant sind, bergen sie für die Finanzinstitute, die ja auf ihrer Passivseite nicht-indexierte Verbindlichkeiten haben, ein Denominationsrisiko.

Es ist noch zu früh, um die Entwicklung des Euro/Dollar-Wechselkurses nach allen Regeln der Kunst ökonometrisch analysieren zu können. Schon der Versuch, mehrere Variablen in einer multiplen Regression zu kombinieren,

führt nicht zum Erfolg. Aber die einfachen empirischen Tests, die heute möglich sind, lassen den folgenden Schluss zu (Tabelle 5).

*Tabelle 5*  
**Zusammenfassung der Ergebnisse**

Erklärungen	vereinbar mit Euro-Abwertung?		
	1999	2000	2001
unterschiedl. Entwicklungen bzgl.			
Geldpolitik ( $\hat{M}_t - \hat{y}$ )	ja	ja	nein
Geldpolitik (Zinsstruktur)	ja	ja	nein
Wirtschaftswachstum	ja	ja	nein
Staatsausgabenquote	nein	ja	ja
Haushaltsdefizit	ja	ja	ja
Kapitalimport	nein	nein	ja
Bondangebot	ja	nein	ja
Veränderungsrate des realen Ölpreises	ja	ja	nein

## Zusammenfassung

Die Euroschwäche der ersten beiden Jahre kann auf die Geldpolitik, das Gefälle beim Wirtschaftswachstum und die Entwicklung des Ölpreises zurückgeführt werden. Keiner dieser Bestimmungsgründe erklärt jedoch die Euro-Abwertung von 2001. Im Jahr 2001 könnte von Bedeutung gewesen sein, dass sich der Euro – wie schon 1999 – zunehmend auf den Anleihemärkten durchsetzte und dass die Staatsausgaben in den USA stärker zunahmen als in der Eurozone. In allen drei Jahren entspricht die Euroschwäche der Entwicklung der Budgetsalden, aber die Divergenz der Budgetsalden ist gering.

## Summary

The weakness of the euro in 1999–2000 may have been due to differences in monetary policy and economic growth as well as to the oil price increase. None of these factors, however, explains the depreciation of the euro in 2001. In that year, the increasing

use of the euro for bond denominations and the divergence of government expenditure may have been causal. In all three years, the weakness of the euro is in line with the evolution of budget deficits, but the difference is small.

### Literaturverzeichnis

- Balassa, B. (1964): „The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal“, *Journal of Political Economy*, No. 72, S. 584–596.
- Bernard, H./Gerlach, S. (1998): „Does the term structure predict recessions? The international evidence“, *International Journal of Finance and Economics*, No. 3, S. 195–215.
- Bhagwati, J. N. (1984): „Why are services cheaper in the poor countries?“, *Economic Journal*, No. 94, S. 279–286.
- Bofinger, P. (2001): „Die ‚normale Wissenschaft‘ und ihr Kampf mit der Euroschwäche“, *Wirtschaftsdienst*, VII, S. 377–379.
- Clark, C. (1960): *The Conditions of Economic Progress*, London.
- Cohen, D./Loisel, O. (2001): „Why was the euro weak? Markets and policies“, *European Economic Review*, No. 45, S. 988–994.
- Estrella, A./Mishkin, F.S. (1997): „The Predictive Power of the Term Structure of Interest Rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank“, *European Economic Review*, No. 41, S. 1375–1401.
- Europäische Zentralbank (2002): „Wirtschaftliche Fundamentalfaktoren und der Wechselkurs des Euro“, *Monatsbericht*, Januar, S. 40–60.
- Fourastié, J. (1969): *Die große Hoffnung des 20. Jahrhunderts*, Köln.
- Funke, N. (1997): „Predicting Recessions: Some Evidence for Germany“, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 133, S. 90–102.
- Galati, G./Ho, C. (2001): „Macroeconomic News and the Euro/Dollar Exchange Rate“, *BIS Working Paper*, No. 105, Bank for International Settlements, December.
- Harff, C./Schneider, S./Schularick, M. (2001): „D-Mark-Bargeld-Umtausch in Osteuropa: Belastung für den Euro-Wechselkurs?“, *Wirtschaftsdienst*, IX, S. 513–518.
- Harvey, C. R. (1991), „Interest Rate Based Forecasts of German Economic Growth“, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 127, S. 701–718.
- Hau, H./Killeen, W./Moore, M. (2000): „The Euro as an International Currency“, CEPR Discussion Paper 2510, Centre for Economic Policy Research, London.
- Hayo, B. (1999): „Estimating a European Demand for Money“, *Scottish Journal of Political Economy*, No. 46, S. 221–244.
- Kirchgässner, G./Savioz, M. (2001): „Monetary Policy and Forecasts for Real GDP Growth: An Empirical Investigation for the Federal Republic of Germany“, *German Economic Review*, No. 2, S. 339–365.
- Krämer, J.W./Langfeld, E. (1993): „Die Zinsdifferenz als Frühindikator für die westdeutsche Konjunktur?“, *Die Weltwirtschaft*, No. 1, S. 34–43.
- Ohr, R. (2001): „Mangelndes Vertrauen in ein erfolgversprechendes Euroland“, *Wirtschaftsdienst*, Jg. 81, S. 371–373.

- Sauer, C.H./Scheide, J.* (1995): „Money, Interest Rate Spreads and Economic Activity“, Weltwirtschaftliches Archiv, Nr. 131, S. 708–722.
- Sinn, H.-W./Westermann, F.* (2001): „Why has the Euro been falling?“, NBER Working Paper 8352, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Starbatty, J.* (2001): „Die EZB muss das Vertrauen der Märkte erst noch erwerben“, Wirtschaftsdienst, VII, S. 374–376.

# **Die Abschaffung der DM ist noch keine Bereitschaft zur politischen Union**

Von Joachim Starbatty

## **A. Der Euro als Club-Gut und die damit verbundenen Konsequenzen**

Erinnern wir uns an den Endspurt um die Erfüllung der Konvergenzkriterien des Art. 109j EG-V (Maastrichter Fassung) – jetzt Art. 121 EG-V (Vertrag von Amsterdam). Die Orientierung an der Ankerwährung „Deutschmark“ hatte die Geldpolitiken der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) diszipliniert, die Wechselkursausschläge oszillierten um eine stabile Linie, Abwertungen blieben aus und die nationalen Zinsniveaus konvergierten – vor allem auch, weil über Kapitalzuflüsse in die traditionellen Schwachwährungsländer Arbitragewinne realisiert wurden. Einzig die Finanzpolitiken entsprachen – bis auf wenige Ausnahmen – nicht den geforderten Kriterien. Im Verlauf der 90er Jahre bewegte sich der Schuldenstand aller EU-Mitgliedstaaten von der 60 %-Grenze weg; im Jahre 1996 betrug er annähernd 74 %. Nun war zu beobachten, wie die einzelnen Länder versuchten, durch verschiedene energische Anstrengungen – angefangen von „kreativer“ Buchführung über Einmalaktionen bis hin zu strengster Ausgabendisziplin im Haushaltsjahr 1997 – wenigstens das vom damaligen Finanzminister Theo Waigel geforderte Ziel „Le Drei-Komma-Null“ zu realisieren.<sup>1</sup> Es geht jetzt nicht darum, die mangelnde Nachhaltigkeit dieser Aktionen nachzuweisen, sondern die offensichtliche Attraktivität der Währungsunion festzuhalten – abgesehen von den skeptischen Mitgliedstaaten Dänemark und Großbritannien, die sich vertraglich „Opting out-Klauseln“ hatten einräumen lassen, sowie Schweden, das sich nicht um Erfüllung der Konvergenzkriterien bemühte, aber auch von den anderen Mitgliedstaaten und der EU-Kommission dazu nicht gedrängt wurde.

Dass die beitrittswilligen Länder zumindest kurzfristig Anstrengungen unternahmen, um zumindest im Referenzjahr 1997 das Defizitkriterium zu erfüllen

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu unter Vielen: *Hankel* (1998), S. 70–88 und 229–238.

len, und dass sie die Finanzkriterien nicht „eng und strikt“, sondern „weit und lax“ auslegten, lässt darauf schließen, dass sie sich von der Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion (EWU) besondere Vorteile versprachen:

- (1) Die gemeinsame Währung „Euro“ und die Mitgliedschaft in der ihn begründenden Institution, der Europäischen Wirtschafts- und Währungs-Union, erleichtern über sinkende Informations- und Transaktionskosten den grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehr, ein Vorteil, der generell mit stabilen Wechselkursen verbunden ist,
- (2) ein tieferer und damit aufnahmefähigerer Kapitalmarkt,
- (3) Verfestigung unternehmerischer Erwartungen, damit Begünstigung gerade langfristiger Investitionen und Erschließung zusätzlichen Wachstumspotentials,
- (4) Rückgewinnung geldpolitischer Kompetenz in Form nationaler Einflussnahme auf die gemeinsame Währung,
- (5) Einbindung der Deutschen Bundesbank des wiedervereinigten Deutschlands in europäische Institutionen,
- (6) niedrigere Zinsen, also die erhoffte und für Länder wie Belgien, Griechenland, Spanien, Portugal, Irland und Italien auch eingetretene Euro-Dividende,
- (7) der Euro als „Modernisierer“ für Sozialleistungssysteme und Arbeitsmärkte,
- (8) Erwartung geringerer Wechselkursschwankungen gegenüber Drittstaaten,
- (9) Schaffung einer Weltwährung, die der dominierenden Weltwährung Dollar Paroli bieten könne,
- (10) bessere Vertretung europäischer und damit auch nationaler Interessen bei spürbar wachsendem Globalisierungsdruck – dieses Argument spielte bei der letzten Bundestags- und Bundesratsdebatte vor der Konstituierung der Währungsunion eine herausragende Rolle.<sup>2</sup>

Von den (erhofften) Vorteilen können Mitglieder, wenn sie in die Währungsunion aufgenommen worden sind, nicht mehr ausgeschlossen werden; ferner verbrauchen sich diese Vorteile nicht. Wegen Nicht-Ausschließbarkeit und Nicht-Rivalität können wir dem Euro „Kollektivgut-Charakter“ zuschreiben. Freilich müssen die interessierten Nationalstaaten erst Mitglieder der

---

<sup>2</sup> Vgl. Deutscher Bundestag (1998) und Deutscher Bundesrat (1998).

Währungsunion werden, bevor sie diese Vorteile wahrnehmen können; insofern können wir von einem „Club-Gut“ sprechen.

Die Vorteile der EWU fallen im vollen Umfang nur dann an, wenn die Clubmitglieder die damit verbundenen Pflichten (Produktionskosten) übernehmen: Zurückstellung nationaler Interessen gegenüber supranationalen Interessen. Ein markantes Beispiel für die mögliche Einnahme einer „free-rider-Position“ ist die Finanzpolitik: Mussten die Mitgliedstaaten vor der Währungsunion die Kosten unsolider Finanzpolitik über höhere Inflation, höhere Zinsen und periodische Abwertungen selbst tragen, so würden sie nun auf die Gemeinschaft umgelegt.<sup>3</sup> Die Väter des Maastricht-Vertrages waren sich der mit dieser Konstruktion verbundenen Gefahren durchaus bewusst. Die Konvergenzkriterien des Art. 109j EG-V (Maastrichter Fassung) sollten sicherstellen, dass nur solche Staaten Mitglied des Währungsclubs würden, von denen, nach ihrer bisherigen Politik zu urteilen, die Erfüllung solcher Pflichten erwartet werden könnte.

Wegen der weiten und laxen Auslegung der Konvergenzkriterien bei der entscheidenden Auswahl der Mitgliedstaaten sind insbesondere die finanzpolitischen Probleme, die vor dem Beitritt zur Währungsunion gelöst sein sollten, in die Währungsunion hineingetragen worden. Daraus kann man nur den Schluss ziehen, dass Politiker bislang aus Gründen politischer Rationalität die Lösung solcher Probleme nicht angefasst haben. Warum sollten sie dazu bereit sein, wenn sie Mitglieder der Währungsunion geworden sind und die Kosten defizitärer nationaler Finanzpolitik nicht vom verursachenden Land, sondern von der Gemeinschaft insgesamt getragen werden? Aus dieser Konstellation kann man nur den Schluss ziehen, dass die Mitgliedstaaten an der Erlangung der mit dem Euro verbundenen oder zumindest vermuteten Vorteile interessiert waren, aber nicht die damit verbundenen Pflichten übernehmen wollten, d.h., ihre verschiedenen nationalen Politiken in die Währungsunion einzubringen, um eine gemeinschaftliche Politik zu formulieren – als Basis für eine weltweit akzeptierte und stabile Währung.<sup>4</sup>

Die entscheidende Frage lautet: Wenn wir kein Mitgliedsland von den Vorteilen der EWU ausschließen können, wie verhindern wir dann, dass sie die

<sup>3</sup> Issing (1995), S. 5: „Die Währungsunion vermindert aber auf der anderen Seite die Hemmschwelle für die staatliche Kreditaufnahme, indem unter dem Regime der gemeinsamen Währung das Wechselkursrisiko entfällt und die zinssteigernde Wirkung erhöhter nationaler Haushaltsdefizite im gemeinsamen Kapitalmarkt abgeschwächt wird. Die Partner haben die negativen Auswirkungen fiskalischen Fehlverhaltens eines Mitgliedstaates über höhere Zinsen mit zu tragen, der Kapitalmarkt einer gemeinsamen Währung schafft somit ohne entsprechende Vorkehrungen einen Anreiz zu höheren Defiziten, erzeugt also ein moral-hazard-Problem“.

<sup>4</sup> Ganz in diesem Sinne Szász (1997), ehem. Mitglied im Direktorium „De Nederlandsche Bank“.

„free rider-Position“ einnehmen? Wie können wir sicherstellen, dass sie in Konfliktfällen sich den aus der EWU ergebenden gemeinsamen Pflichten unterwerfen und ihre nationalen Interessen hintanstellen, wobei wir hierunter Aktionen verstehen, die im eigenen Land konsensfähig und – konkret – herrschaftsstabilisierend sind? Unsere Antwort auf diese Frage lautet: Entweder gibt es eine zentrale Instanz – eine Art Hegemon – die die Mitgliedstaaten zur Einhaltung der gemeinschaftlichen Pflichten veranlassen kann, oder wir entwerfen ein gemeinsames, sanktionsbewehrtes Regelsystem, zu dessen Beachtung sich die Mitgliedstaaten verpflichten und dessen Nichtbeachtung solche Sanktionen auslösen würde, dass die Mitgliedstaaten die Einhaltung gegenüber der Nichtbeachtung präferieren.

Welche Lösung wir auch präferieren, ohne eine weitergehende politische Fundamentierung in Form einer starken zentralen Exekutive oder eines verbindlichen Regelsystems wird die Währungsunion entweder zerbrechen oder die EWU wird zum Austragungsort nationaler Konflikte und Animositäten. Karl Otto Pöhl, langjähriger Präsident der Deutschen Bundesbank, hat es so formuliert: „Erfolg oder Misserfolg der Währungsunion werden aber davon bestimmt, dass auch der Prozess der politischen Integration Europas nicht zum Stillstand kommt. Wie Paul Sammelson (in einem anderen Zusammenhang) gesagt hat: ‚Wir reiten einen Tiger!‘“<sup>5</sup>

## B. Die Erfahrungen in Kürze: In Wechselkursunionen hatten nationale Interessen gegenüber gemeinschaftlichen Pflichten Vorrang

Ein währungspolitisches Experiment wie das der EWU ist einzigartig in der Geschichte. Noch nie haben weltwirtschaftlich führende Nationen beschlossen – immerhin gehören vier EU-Mitgliedstaaten als Mitglieder der „group of seven“ zu den international einflussreichsten Industrienationen – sich ihres Rechts auf eine nationale Inflationsrate zu begeben, ohne das entsprechende politische Fundament zu legen. Das Deutsche Reich hatte erst fünf Jahre nach seiner Gründung eine Deutsche Reichsbank, die eine einheitliche Währung emittierte.

Freilich hat es Vorformen zu Währungsunionen in der jüngeren und jüngsten Wirtschaftsgeschichte bereits gegeben: den Goldclub, das Bretton Woods-System (BWS), die „Europäische Schlange“ und das Europäische Währungssystem (EWS). Sie können als Vorformen gelten, da sie die Wechselkurse der Teilnehmerstaaten untereinander stabilisierten. Ist der Wechselkurs zwischen zwei Währungen innerhalb einer Bandbreite stabil oder sogar ganz fest, so sind sie bei Konvertibilität gegenseitig substituierbar. Eine einheitliche Währung ist

---

<sup>5</sup> Pöhl (2002), S. 9.

dann bloß noch ein notarieller Akt, indem er die gegenseitige Substituierbarkeit durch eine einheitliche Währung ersetzt. Der wesentliche Unterschied liegt in der Kündigung begründet. Will ein Land in einer der Vorformen zur Währungsunion einen eigenständigen geld- und finanzpolitischen Kurs fahren, der von dem in der Währungsgemeinschaft vorherrschenden abweicht, so kann es seine Zentralbank anweisen, die Interventionen zur Wechselkursstabilisierung einzustellen. Wird daraufhin die betreffende Währung auf- oder abgewertet, so kann es für die Volkswirtschaft zunächst einen schmerzlichen Anpassungsprozess geben; öfter wird dieser Schritt aber als Befreiung empfunden, weil nun Geld- und Finanzpolitik auf nationale Belange abgestellt werden können. Ist dagegen eine einheitliche europäische Währung eingeführt worden, so wäre die Kündigung mit einem politischen Erdbeben gleichzusetzen, das die Europäische Integration insgesamt gefährdete.

Die Vorformen zu einer Währungsunion sind sämtlich gescheitert. Die Gründe waren ganz ähnlich: Die Mitgliedstaaten waren nicht länger bereit, die sich aus den währungspolitischen Spielregeln ergebenden Zwänge für nationale Politiken zu akzeptieren. Hierbei spielten die nationalen Finanzpolitiken eine entscheidende Rolle. Ende der 60er, Anfang der 70er Jahre haben die USA ihre außen- und militärischen Verpflichtungen über eine monetäre Expansion finanziert; als die Mitgliedstaaten diese Politik über Devisenmarktinterventionen nicht länger stützen wollten, brach das BWS auseinander – zunächst 1971, endgültig 1973. Die Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft beschlossen darauf mehrheitlich, die Bandbreiten für die Wechselkurse untereinander auf plus/minus 2,25 % zu begrenzen: die „Europäische Schlange“. Sie ist schließlich zu einer „teutonischen Rumpfschlange“ geschrumpft, weil Italien nur kurz zu Beginn teilgenommen hat und weil Frankreich nach der ersten Erdölpreisexplosion ausgeschieden ist; es wollte den daraus resultierenden Schocks mit expansiven Geld- und Finanzpolitiken begegnen, die mit den Pflichten im Rahmen einer Wechselkursunion nicht vereinbar waren.

Beim EWS wollte man es besser machen. Die Vorschriften waren strikter und die gegenseitigen Kreditmöglichkeiten unbegrenzt. Freilich mussten die Kredite verzinst und nach längstens sechs Monaten zurückgezahlt werden, so dass eine autonome Politik nur für eine begrenzte Zeit möglich war; schließlich musste die eigene Geldpolitik der des Starkwährungslandes angepasst werden, wenn die Abwertung vermieden werden sollte. Das EWS ist wegen des von ihm ausgehenden Disziplinierungsdruckes auch als „Trainée-Stadium“ für eine ins Auge gefasste Währungsunion begriffen worden.

Doch es kam anders. Weil die deutsche Wiedervereinigung nicht über Steuern und/oder Ausgabenkürzungen, sondern hauptsächlich über den Kapitalmarkt finanziert wurde, stiegen in Deutschland die Zinsen. Die Bundesbank war nicht bereit, durch eine Öffnung der Geldschleusen die staatliche Finanzierung zu erleichtern. Sie machte über ihre Zinspolitik deutlich, dass sie am Ziel

einer stabilen Währung festhalte. Das ist ihr als währungspolitischer Imperialismus angekreidet worden. Sie bekam die Hiebe ab, die eigentlich für die Bundesregierung hätten bestimmt sein müssen. Weil die Mitgliedstaaten im EWS aus Gründen nationaler Konjunkturschwäche einem solchen Kurs nicht folgen wollten und wohl auch nicht konnten, wurde das EWS schließlich im August 1993 endgültig durch die Ausweitung der Bandbreiten auf plus/minus 15 % faktisch außer Kraft gesetzt.<sup>6</sup>

### C. Vom EWS zur Währungsunion: Der Übergang zu währungspolitischer Symmetrie

Politisch Verantwortliche sehen die Bereitschaft, nationale Währungen durch eine gemeinschaftliche Währung zu ersetzen, als Anzeichen dafür, auch die Schritte zu tun, die eine Währungsunion langfristig absichern. Dieser Souveränitätsverzicht auf eine nationale Inflationsrate sei die entscheidende Weichenstellung zur Schaffung einer weitergehenden politischen Union – in welcher Form auch immer. In diesem Sinne machte Jack Lang, seinerzeit Vorsitzender des außenpolitischen Ausschusses der französischen Nationalversammlung, geltend, dass bereits die Bereitschaft zur Bildung einer Währungsunion als ein wesentlicher Schritt zu einer politischen Union aufgefasst werden könne, da die Mitgliedstaaten immerhin zur Aufgabe geldpolitischer Souveränität bereit gewesen seien.<sup>7</sup> Vielfach wird auch argumentiert, die Mitglieder wüssten, dass das währungspolitische Voranpreschen die notwendige politische Fundamentierung nach sich ziehen müsse, um den Prozess der Vergemeinschaftung der Währungen dauerhaft abzusichern. Dieser Zwang zur Einigung werde nationale Widerstände überwinden – die sog. Sachzwangstrategie.

Die Sachzwangstrategie ist für verschiedene Bereiche als die Integration befähigend und sogar weiterreibend angesehen worden. Das geradezu klassische Beispiel ist die Europäische Agrarpolitik. Die entscheidenden gemeinsamen Elemente – Preise, Präferenzen (Außenschutz) und Verantwortung (finanziell) – setzten voraus, dass die Wechselkurse unverändert blieben, um unerwünschte Arbitragewegungen zwischen den nationalen Märkten und Interventionsstellen zu verhindern. Dann aber hätten die Preisentwicklungen und die dafür maßgeblichen Geldpolitiken nicht divergieren dürfen. Damals ist die hier beschriebene Konsequenz als Sachzwangstrategie ausführlich diskutiert worden. Doch hat die Etablierung des gemeinsamen Agrarmarktes keine entsprechend abgestimmte Geld- und Finanzpolitik nach sich gezogen. Stattdessen ist es zu einer teilweisen Re-Nationalisierung der Agrarmärkte gekommen, in-

---

<sup>6</sup> Vgl. Starbatty (2001), S. 630ff.

<sup>7</sup> Vgl. Lang (1997).

dem an den Grenzen Ausgleichszahlungen gewährt oder verlangt wurden, um Paritätsänderungen auszubalancieren. Alfred Müller-Armack kommt daher als früherer Staatssekretär für Europäische Fragen im Bundeswirtschaftsministerium und maßgeblicher Verhandler der Römischen Verträge und der materiellen Ausfüllung dieser Verträge zu folgendem Schluss: „Die Hoffnung, wirtschaftliche Integration würde schon als solche zu einem politischen Zusammenwachsen der Länder führen, hat sich nicht erfüllt ... Wer die politische Union will, muss sie, wie ich glaube, direkt angehen.“<sup>8</sup>

Schließlich ist auch die Ausweitung der Bandbreite auf  $\pm 15\%$  (August 1993) im Rahmen des Europäischen Währungssystems (EWS) ein Beleg dafür, dass die Annahme, eine enge Bandbreite werde eine aufeinander abgestimmte Geldpolitik erzwingen, welche die Paritätsänderungen hinfällig werden lasse, sich nicht bewahrheitet hat. Das EWS war insofern als Trainée-Stadium für die Währungsunion gedacht, als es die Einhaltung der engen Bandbreite gewährleisten und zeigen sollte, dass die Mitgliedstaaten für eine gemeinsame Geldpolitik und schließlich auch für die Währungsunion reif seien. Das EWS war als ein symmetrisches System geplant:

- die ECU (*European Currency Unit/Währungskorb*) als Verrechnungs- und Bezugseinheit,
- zweiseitiges Paritätengitter mit einer Bandbreite von  $\pm 2,25\%$ ,
- bilaterale Interventionspflichten im Rahmen des zweiseitigen Paritäten-gitters,
- dreimonatiger unbeschränkter kurzfristiger Beistand (einmal prolongierbar), wobei die Inanspruchnahme der Partnerwährung als Kredit der Gläubiger-Zentralbank verbucht wurde,
- Auf- und Abwertungen als konzertierte Aktionen.

Zunächst hatte man angenommen, dass wegen der bilateralen Interventionspflicht und des unbegrenzten (aber befristeten) kurzfristigen finanziellen Beistands eher ein stabilitätsorientierter Kurs aufgeweicht, als ein weicher Kurs gehärtet würde. Es kam jedoch anders. Die symmetrische Lastenverteilung auf Stark- und Schwachwährungsländer entwickelte sich im Zeitverlauf zu einer Asymmetrie, bei der die Schwachwährungsländer die Anpassungslast tragen oder abwerten bzw. zu einem Realignment bereit sein mussten. Da die Interventionen der Gläubiger-Zentralbanken als Kredite an die Schwachwährungsländer zu gelten hatten und nach längstens sechs Monaten zurückgezahlt werden mussten, verschafften sie den Schwachwährungsländern lediglich eine Atempause, ihre nationale Geldpolitik an die des Starkwährungslandes anzupassen.

---

<sup>8</sup> Müller-Armack (1971), S. 261.

Die DM wurde zur Ankerwährung des Systems. Die Konsequenz war zweifach: Die DM war erstens – über den Währungswettbewerb – in die Rolle einer Leitwährung hineingewachsen, indem sie als dominante Währung auch von den anderen Mitgliedstaaten gepflegt wurde, und zweitens entwickelte sich die Politik der Deutschen Bundesbank zur unabhängigen Variable; die Geldpolitik der übrigen Mitgliedstaaten wurde in die Rolle der abhängigen Variable gedrängt: währungspolitische Asymmetrie.<sup>9</sup> Damit gab die Bundesbank die Geldpolitik und damit auch die Inflationsrate im EWS vor. Abweichende Politiken einzelner Staaten führten zu entsprechenden „Realignments“.

Eine geradezu anekdotisch berichtete Begebenheit aus der währungs- und geldpolitischen „Abstimmung“ jener Epoche wirft ein Schlaglicht auf die an die Ankerposition der DM gekoppelte währungspolitische Asymmetrie: Während eines Abendessens, das die Niederländische Zentralbank gegeben habe, sei ein Zettel an deren damaligen Präsidenten, Wim Duisenberg, gereicht worden. Der habe kurz darauf geblickt und diesen an seinen Vizepräsidenten weitergereicht; dieser habe das ebenfalls getan; dann hätten sich beide nickend verständigt, und der Zettel sei mit einer kurzen Notiz versehen an den Überbringer zurückgegangen. Nach dem Essen sei gefragt worden, was der Zettel zu bedeuten gehabt habe. Duisenbergs Antwort – auf dem Zettel sei vermerkt gewesen, die Deutsche Bundesbank habe ihren Eckzinssatz um 0,5 Prozentpunkte heraufgesetzt, und das beiderseitige Nicken habe signalisiert, dass man mitgehe – wurde wie folgt kommentiert: Die Autonomie der Niederländischen Zentralbank dauert genau 30 Sekunden. Dies ist eine prägnante Beschreibung der mit der Ankerwährung zusammenhängenden währungspolitischen Asymmetrie.

Aus dieser Perspektive ist eine gemeinsame Währung und deren gemeinschaftliche Steuerung faktische Rückgewinnung geldpolitischer Kompetenz. In diesem Sinne hat der frühere Präsident der Banque de France, Jacques de Larosière, auf die Frage, ob Frankreich mit der Zustimmung zum Maastricht-Vertrag nicht geldpolitische Souveränität abtrete, geantwortet, im Gegenteil – es gehe darum, sie zu teilen, um sie besser im Interesse Frankreichs und der Gemeinschaft auszuüben.<sup>10</sup>

Die Ablösung des durch die DM dominierten EWS durch die Währungsunion ist als Übergang zur währungspolitischen Symmetrie zu betrachten, wobei die Zentralbank jedes Mitgliedslandes auf die gemeinsame Entscheidungsfindung („ein Land – eine Stimme“) einwirkt – das gilt auch für Luxemburg, das bis dato keine eigene Zentralbank kannte. Für die Mitgliedstaaten, die bisher der Geldpolitik der Bundesbank folgten, ohne selbst darauf aktiv Einfluss nehmen zu können, ist der Übergang zu währungspolitischer Symmetrie mit

---

<sup>9</sup> Vgl. hierzu im Einzelnen Herz (1994).

<sup>10</sup> Vgl. de Larosière (1992).

einem Gewinn an geld- und währungspolitischer Kompetenz verbunden, faktisch also eine Renationalisierung eines wesentlichen Politikparameters. Wir können daher aus der Bereitschaft zur Gründung einer Währungsunion nicht folgern, dies sei bereits der entscheidende Schritt in die politische Union. Dafür hat gerade jüngst wieder Johann Wilhelm Gaddum, ehemaliger Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, an einen zentralen Satz aus einer Stellungnahme der Bundesbank erinnert: „Letzten Endes ist eine Währungsunion damit eine nicht mehr kündbare Solidargemeinschaft, die nach aller Erfahrung für ihren dauerhaften Bestand eine weitergehende Bindung in Form einer umfassenden politischen Union benötigt.“<sup>11</sup> Seine Forderung an die Politik lautet: „Ohne eine Weiterentwicklung Europas zu einer echten Union bleibt die Währungsunion Stückwerk.“<sup>12</sup>

#### **D. Die politischen Auffassungen zur politischen Fundamentierung gehen in der EU auseinander**

Es gibt zwei Wege, um über eine politische Fundamentierung die Erfüllung supranationaler Pflichten zu sichern:

- die bundesstaatliche, d.h. zentralistische Lösung – die existierenden Institutionen werden in Richtung klarer Kompetenzabgrenzung und demokratischer Bestellung weiterentwickelt bei entsprechender parlamentarischer Kontrolle, also die „Vereinigten Staaten von Europa“: Modell I;
- die verpflichtende Abmachung unter den Mitgliedstaaten, sich auf die Einhaltung gemeinsamer Spielregeln – ex ante oder durch jeweilige Abstimmung – zu verständigen: Modell II.

Der Präsident des Europäischen Konvents, Valéry Giscard d’Estaing, machte anlässlich seines Zwischenberichts zur Arbeit und zum Fortgang des Europäischen Konvents darauf aufmerksam, dass die Diskussion in der EU zwischen den beiden Polen supranationaler und intergouvernementaler Zusammenarbeit oszilliere; er lasse der Diskussion breiten Raum; hätte der Konvent die Phase des Zuhörens übersprungen, rechtfertigte der Präsident seinen Arbeitsstil, „wäre er schon bald Gefangener der seit Amsterdam und Nizza bekannten Antagonismen und Vorurteile geworden.“<sup>13</sup>

Modell I wird von den politisch Verantwortlichen in Deutschland favorisiert:

---

<sup>11</sup> Gaddum (2000), S. 8 und Deutsche Bundesbank (1990).

<sup>12</sup> Gaddum (2000), S. 9.

<sup>13</sup> „Giscard bilanziert den EU-Reformkonvent. Hohe Komplexität des Vorhabens betont“, in „Neue Zürcher Zeitung“, 13./14. Juli 2002, S. 1, 2.

- eine gemeinschaftliche Exekutive, die aus dem bisherigen „Geschäftsführer“ der Gemeinschaft, der EU-Kommission, hervorgehen könnte, wobei diese schließlich über demokratische Wahlen legitimiert werden müsste,
- das eigentliche Entscheidungs- und Beschlussgremium der EU, der Ministerrat in seinen jeweiligen Ausformungen, wird zu einer Art zweiter Kammer oder Senat, in dem die Interessen der nationalen Mitgliedsstaaten artikuliert und berücksichtigt werden,
- das Europäische Parlament, das bislang bei den Entscheidungen zwar mitwirken kann, dem aber die entscheidenden parlamentarischen Rechte – Budgetrecht und Bestellung der Regierungen – vorenthalten sind, wächst in die Rolle eines vollwertigen Parlaments hinein.

Diese Elemente sind in allen von deutschen Politikern vorgelegten Entwürfen im Kern enthalten: Schäuble/Lamers, Joschka Fischer, Johannes Rau und SPD-Leitantrag. Dieser Ansatz krankt an drei grundlegenden Defiziten:

- dem fehlenden Staatsvolk; das Bundesverfassungsgericht spricht daher in seinem Maastricht-Urteil vom „Staatenverbund“<sup>14</sup>,
- dem Zeitbedarf zur Realisierung eines solchen Modells, „wenn das Projekt aus der blassen Abstraktion von Verwaltungsmaßnahmen und Expertengesprächen herausgelöst, also politisiert wird“<sup>15</sup>,
- dem Dissens innerhalb der EU zwischen dem Modell „Deutschland“ und dem Modell „Frankreich“: gemeinschaftliche zentrale Willensbildung – parlamentarisch kontrolliert – versus Abstimmung zwischen souveränen nationalen Regierungen. Interessanterweise verbindet der SPD-Leitantrag sein politisches Konzept mit der Rückverlagerung von (kostenträchtigen) Kompetenzen an die Mitgliedstaaten, während der frühere französische Premierminister, Lionel Jospin, darin eine Schwächung der Europäischen Idee sieht.<sup>16</sup>

Bei Modell II sind die Mitglieder bereit, gemeinsame Probleme in einem europäischen Sinne zu lösen, also anzuerkennen, dass es ein europäisches Interesse gibt, hinter dem im Zweifel nationale Interessen zurückstehen müssen; sie sind daher auch bereit, Standards oder Spielregeln zu beachten, die nationale Politiken im Sinne eines gemeinschaftlichen Interesses steuern; schließlich finden sie sich – wenn auch nach komplizierten Abstimmungsprozessen – zu ge-

---

<sup>14</sup> Vgl. Winkelmann (1994): Zweiter Leitsatz zum Urteil des Zweiten Senats vom 12. Oktober 1993, S. 561.

<sup>15</sup> Habermas (2001).

<sup>16</sup> Vgl. Jospin (2001).

meinschaftlichen Aktionen etwa in der Außen- und Sicherheitspolitik zusammen.

Wenn wir Modell II zuordnen wollen, dann entspricht es eher dem Prinzip der intergouvernementalen Abstimmung. Freilich besagt dieses Modell nicht, dass der politische Souveränitätsverzicht geringer wäre. Bei Modell I ordnen sich die nationalen Regierungen einem durch demokratische Wahlen oder durch Beschluss souveräner Regierungen legitimierten „Hegemon“ unter, bei Modell II halten sie sich an Spielregeln, die sie gemeinschaftlich bestimmt haben. Wir können aber festhalten, dass Modell II auch deswegen nur in Frage kommt, weil Modell I zumindest nicht auf absehbare Zeit realisiert werden kann.

Es ist evident, dass solche Konzeptionen nicht in einem raschen Tempo und nicht immer folgerichtig konkretisiert werden können, aber es müssten per saldo Fortschritte in dieser Richtung erkennbar sein. In diesem Sinne wäre zu prüfen, ob der EWU als einer wesentlichen Etappe die Akzeptanz gemeinsamer Spielregeln und darauf aufbauender Kooperation folgen. Wir müssen uns also fragen, ob die Vergemeinschaftung der Geldgewalt allmählich zur Übertragung weiterer substantieller Befugnisse in der Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik nötige, d.h. den Beginn einer wirklichen politischen Union einläute, oder ob sich Gefahren für die EWU aus übermächtigen Schubkräften nationaler Gewohnheiten und Egoismen ergäben.<sup>17</sup> Bei künftigen Vertragsrevisionen ist entscheidend, „ob die EWU-Teilnehmerstaaten willens und fähig sind, im Interesse einer ‚Stabilitätskultur‘ weitere Bereiche ihrer wirtschaftlich sozialen Binnenstrukturen zu staatsähnlicher Homogenität zu vereinigen“.<sup>18</sup>

Es geht im Kern also um die Frage, ob die Mitgliedstaaten der Währungsunion bereit sind, sich zur Gewährleistung des Club-Gutes „stabiler Euro“ an die erforderlichen Spielregeln zu halten, auch wenn so nationale Interessen – z.B. die Sicherung der Wiederwahl – gefährdet sind. Bei der Analyse möglicher Konfliktfälle bedienen wir uns des Ansatzes der „Neuen politischen Ökonomie“. Deren Kernsatz besagt, dass Politiker bei ihren Aktionen zunächst ihr eigenes politisches Überleben sichern wollen. Übertragen auf das internationale Terrain heißt das: Politiker, die internationale Verträge aushandeln, haben vornehmlich das nationale Interesse im Auge.<sup>19</sup> Es mag sein, dass einzelne

<sup>17</sup> Vgl. Oppermann (1999), S. 388.

<sup>18</sup> Ebenda.

<sup>19</sup> Vgl. Schlecht (2001): „Frankreich will über die EU weiter Weltmachtsambitionen frönen, z.T. mit antiamerikanischem Akzent, schreckt aber andererseits vor einem besseren institutionellen Gefüge zurück; Großbritannien hofft ganz offen, dass mit der Erweiterung nur eine bessere Freihandelszone herauskommt; Spanien will die EU weiter als Melkkuh nutzen; die Kleinen wollen nicht unter die Räder der Großen geraten; und in Deutschland irrlichtern die politischen Akteure zwischen dem Traum von den Verei-

Akteure in den Mantel der Geschichte schlüpfen wollen; generell aber gilt, dass wir internationale Verhandlungen und Ergebnisse besser verstehen und erklären können, wenn wir vom jeweiligen nationalen Interesse – genauer: was die Politiker darunter verstehen – ausgehen.<sup>20</sup>

Dabei können wir uns auch auf die Lehren stützen, die wir der Europäischen Integrationsbewegung zu verdanken haben. Die Bemühungen, eine Währungsunion zu begründen, gehen auf die Konferenz von Den Haag (1969) zurück, in deren Gefolge die Arbeiten für eine Währungsunion in Angriff genommen wurden und die schließlich an den nationalen Widerständen scheiterten<sup>21</sup>, die auch heute noch nicht als überwunden gelten können. Wer diese Erfahrungen ausblendet, kann auch leicht den Weg in eine dauerhafte Währungsunion verlieren oder Gefahr laufen, einen solchen auszuwählen, der in abwegiges oder abschüssiges Gelände führt, genau wie im Gebirge zunächst solche Wege verlockend sind, die rasch zum Ziel zu führen scheinen, den Wanderer aber in den Abgrund stürzen lassen oder zu einem schwierigen Rückmarsch zwingen, weil sie statt des Wanderpfades einen ausgetrockneten Bachlauf als Route ausgewählt haben.

Ferner ziehen wir die Basissätze der liberalen Ordnungstheorie heran, die wir Eucken, Böhm, Röpke, Rüstow, Müller-Armack, in besonderem Maße auch v. Mises, v. Hayek und Olson verdanken. Solche Basissätze lauten etwa: Bei Wechsel der Marktform von der Konkurrenz zum Monopol muss mit der Ausbeutung des Konsumenten gerechnet werden. Deswegen plädiert v. Hayek für Währungswettbewerb.<sup>22</sup> Der Übergang vom Währungswettbewerb zu einer Monopollsung im Rahmen der EU ist daher von vornherein mit der Vermutung der Ausbeutung der Geldverwender in Form von Inflation konfrontiert. Dass dies nicht abwegig ist, bestätigt der Maastricht-Vertrag: Die Konvergenz-kriterien sollen solche Staaten fernhalten, bei denen auf Grund ihrer bisherigen Politik ein Interesse an Inflation vermutet werden kann. Darüber hinaus muss noch auf die Artikel zur Einschränkung des Kapitalverkehrs verwiesen werden, die die zukünftige Währung gegebenenfalls vor dem Wettbewerb mit Drittähl-

---

nigten Staaten von Europa und Verstärkung der intergouvernementalen Zusammenarbeit.“

<sup>20</sup> So auch *Gretschmann* (2001): „Offensichtlich verhalten sich Nationalstaaten – allen Schwächen einer (neo)nationalistischen Integrationsinterpretation zum Trotz – wie rational agierende ‚nutzenmaximierende Akteure‘ der ökonomischen Theorie.“ *Gretschmann* war als Wirtschaftswissenschaftler zunächst ins Kanzleramt berufen worden und hat dort als „Sherpa“ die Weltwirtschaftsgipfel für den Kanzler vorbereitet (1998–2000); er ist nun als Generaldirektor im Sekretariat des Ministerrats tätig. Er weiß also, wovon er spricht.

<sup>21</sup> Vgl. *Müller-Armack et al.* (1971), S. 164–180, vgl. ferner *Seidel* (1997), S. 25ff. und *Tietmeyer* (2002), S. 50–59, der als stellvertretendes Mitglied in der Werner-Gruppe mitgearbeitet hat.

<sup>22</sup> Vgl. von *Hayek* (1977).

rungen schützen sollen. Ein weiterer Basissatz der Ordnungstheorie macht auf die „Interdependenz der Ordnungen“ aufmerksam. Bei Vergemeinschaftung der Geld- und Währungspolitik sind maßgebliche Ventile verstopft worden, um z.B. unterschiedliche Produktivitätsniveaus auszubalancieren; es müssen dann neue Ventile geöffnet werden in Form atmender Arbeitsmärkte oder flexibler Sozialleistungssysteme.

Im Folgenden skizzieren wir Elemente des Modells II. Dabei wird nicht behauptet, dass hier alle wesentlichen erfasst sind und abschließend behandelt werden. Es ist aber an der Zeit, dass Wissenschaftler, Politiker und Praktiker, worunter diejenigen verstanden werden, die für das Management des Euro verantwortlich sind oder täglich mit ihm umgehen, den Satz an Spielregeln zusammenstellen und deren Funktionsweise diskutieren, die das langfristige Überleben des Euro sichern sollen. Wir wollen hier fünf Elemente vorstellen:

- (1) Flexibilisierung und Integration der Arbeitsmärkte,
- (2) Finanzausgleich bei konjunkturell unterschiedlicher Wirksamkeit endogener und exogener Schocks,
- (3) die Aufgabenstellung und Arbeitsweise des Euro-X-Rates,
- (4) abgestimmte nationale Politiken bei exogenen Schocks,
- (5) solide Finanzpolitik (Haushaltsausgleich über einen Konjunkturzyklus hinweg) als Flankierung einer stabilitätsorientierten Politik.

Zu (1): Bei einem Wegfall von nationaler Geldpolitik und fehlenden Wechselkursventilen, die bislang unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen sowie interne oder externe Schocks ausbalanciert haben, müssen flexible Löhne und Sozialleistungssysteme sowie ein hohes Maß an Mobilität an deren Stelle treten. Die Integration der Arbeitsmärkte ist ein wesentliches Kennzeichen optimaler Währungsräume und neben integrierten Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalmärkten die zentrale Voraussetzung für die Bildung einer Währungsunion. Es hat aber beim Start der Währungsunion weder Flexibilität auf den Arbeitsmärkten noch die Voraussetzungen für ein höheres Maß an Mobilität gegeben.<sup>23</sup> Die Stellungnahmen der maßgeblichen internationalen Organisationen – IMF und OECD – haben vor und nach Bildung der EWU die regulierten Arbeitsmärkte als schwere Hypothek bezeichnet.

Es war allen politisch Verantwortlichen klar, dass es bei diesem Zustand nicht bleiben konnte. Nun wurde die Sachlogik umgekehrt: Nicht die ordnungspolitische Umgestaltung wurde als Voraussetzung angesehen, sondern

---

<sup>23</sup> Wurde bei Wanderungsbewegungen bei gegebenen Arbeitsmarktstrukturen und Sozialleistungen Arbeitslosigkeit in den Zuwanderungsländern befürchtet, sind sie sogar politisch unterbunden worden. Vgl. hierzu Löwisch (2000), S. 221–246 – ganz so auch die Diskussion und die politischen Intentionen im Zuge der Ost-Erweiterung der EU.

die Währungsunion solle als Katalysator den ordnungspolitischen Umbau vorantreiben.<sup>24</sup> Diese Argumentationslinie entspricht der Sachzwangstrategie: Die Vorwegnahme eines bestimmten Integrationsprozesses – die Vorziehung der Währungsunion – könne ohne begleitende Maßnahmen keinen Bestand haben; also sähen sich die Politiker zu entsprechenden politischen Maßnahmen gezwungen.

Um es kurz zu machen: Die erhoffte oder befürchtete Katalysatorwirkung der Währungsunion auf die Politik, in Richtung höherer Flexibilität und Mobilität tätig zu werden, ist gerade da, wo es dringend geboten wäre, ausgeblieben. Alle Entscheidungen und Maßnahmen, auch gesetzlicher Natur, haben die Regulierungsnetze in den Kernstaaten – Frankreich, Deutschland und Italien – noch dichter gemacht. Die Stichworte für Deutschland lauten: Lohnfortzahlung im Krankheitsfall, Kündigungsschutz auch bei Kleinstbetrieben, Sozialpflichtigkeit geringfügiger Beschäftigungsverhältnisse, Scheinselbständigkeit, Arbeitszeitregelung, Beschäftigungsbrücke sowie Novellierung des Betriebsverfassungsgesetzes. Das mag alles seinen sozialen Sinn haben, das Ergebnis bleibt beispielsweise für Deutschland gleich: Die Vorschriften nehmen zu, und die Regulierungen werden dichter.

*Zu (2):* In einer Währungsunion muss wegen unterschiedlicher Wirtschaftskraft ein einheitlicher Wechselkurs kein Gleichgewichtskurs für alle Regionen sein. In den bisherigen Mitgliedstaaten gibt es daher unterschiedliche Formen des Finanzausgleichs – etwa für alte und neue Bundesländer. Ein Finanzausgleich ist aber im Maastricht-Vertrag ausdrücklich nicht vorgesehen (Art. 104b Maastrichter Fassung – Stichwort: „No bail-out“).

Der Ministerpräsident von Luxemburg, Claude Juncker, hat auf die Sorgen des bayerischen Ministerpräsidenten, Transferleistungen seien in der großen Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion potentiell eher möglich als in einer kleinen, geantwortet: „Transferleistungen sind so absurd wie eine Hungersnot in Bayern.“<sup>25</sup> Doch lassen die höhere Wettbewerbsintensität im Euro-Club, für die besonders Kommissionsmitglied Mario Monti sorgen will, und unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen einerseits und die mangelnde Flexibilität von Arbeitsmärkten und Sozialleistungssystemen andererseits die Wahrscheinlichkeit von Transfers, vielleicht sogar deren Unausweichlichkeit als denkbar erscheinen. Diese liegen ja durchaus in der Logik einer Währungsunion, wenn die realen Wechselkurse der verschiedenen EU-Regionen nicht

---

<sup>24</sup> Die unterschiedlichen ordnungspolitischen Positionen in Bundestag und Bundesrat unmittelbar vor der entscheidenden Sitzung des Europäischen Rates in Brüssel sind herausgearbeitet worden in Starbatty (1999), S. 215ff.

<sup>25</sup> Zitiert nach Edmund Stoiber, Ministerpräsident des Freistaates Bayern, Protokoll der 724. Sitzung des Bundesrates vom 24. April 1998 (Stenographischer Bericht, Plenarprotokoll 724), S. 203.

mehr den wirtschaftlichen Verhältnissen entsprechen. Werden bislang Zahlungen aus den Kohäsionsfonds geleistet, damit sich wirtschaftlich schwächere Mitgliedstaaten auf die Währungsunion vorbereiten können, dann entspricht es ökonomischer und politischer Logik, dass Transfers geleistet werden, um schwächere Mitgliedstaaten, die besonders von Konjunkturabschwächungen und exogenen Schocks getroffen werden, in der Währungsunion zu halten. Auch kann ein Finanzausgleich gegebenenfalls eine restriktive Geldpolitik, die eine Volkswirtschaft mit hoher Arbeitslosigkeit stark treffen würde, sozial abfedern.

*Zu (3):* Der Euro-X-Rat ist als Koordinationsgremium gedacht, doch gehen die Auffassungen um dessen jeweilige inhaltliche Ausfüllung auseinander. Die französische Position kann am ehesten wie folgt umrissen werden: Die Regierungen stimmen sich von Mal zu Mal politisch ab, wobei dieser Prozess nicht regelgebunden abläuft, sondern diskretionär gesteuert wird. Damit sind die Resultate der Abstimmungsprozesse nicht prognostizierbar; auch ist nicht sicher gestellt, ob nationale Interessen supranationalen Pflichten untergeordnet werden; denn in den jeweiligen Entscheidungsprozessen wird das europäische Interesse von Mal zu Mal festgelegt. Weiter soll so auf die Politik der EZB eingewirkt werden, indem bestimmte Wegmarken aufgestellt werden; auch soll der außenwirtschaftliche Kurs der EU festgelegt werden, z.B. bei der Frage von Deviseninterventionen; damit würde zugleich die Autonomie der EZB unterhöhlt.<sup>26</sup>

Die deutsche Position ist dagegen eher als zurückhaltend zu charakterisieren: Die eigene Politik soll nicht durch ad hoc-Entscheidungen festgelegt werden; vor allem sollen eine politische Festlegung des monetären Kurses und damit die Unterminierung der Autonomie der EZB vermieden werden. Unsere Schlussfolgerung lautet: Der Euro-X-Rat ist nicht als ein Instrument gedacht,

---

<sup>26</sup> Das französische Verständnis von allgemeiner Politik und Geldpolitik hat der ehemalige französische Wirtschafts- und Finanzminister *Dominique Strauss-Kahn* wie folgt formuliert („Den Meister übertroffen“, Spiegelgespräch, in: Der Spiegel 50/1997, S. 26f.): „Wir brauchen also auf europäischer Ebene ein Gremium, das diesen Dialog mit der Europäischen Zentralbank führt.“ Spiegel: „Ohne ihr Weisungen zu erteilen?“ Strauss-Kahn: „Die Unabhängigkeit der Bank steht gar nicht zur Debatte. Sie braucht aber einen politischen Partner. Denn entstünde der Eindruck, daß sie völlig eigenmächtig handelt, könnten die Völker Europas sie für alles verantwortlich machen, was in der europäischen Wirtschaft passiert: Wachstum, Beschäftigung oder Arbeitslosigkeit. Ihr Mandat beschränkt sich aber darauf, über die Stabilität der Preise zu wachen. Für die Wirtschaftspolitik bleiben die Minister – einzeln oder kollektiv – zuständig. Wenn das nicht so wäre, würden sich die Bürger am Ende gegen die Europäische Zentralbank wenden.“ Spiegel: „Sie tun ja geradezu so, als müsste sie vor einer politischen Revolte geschützt werden.“ Strauss-Kahn: „Für sich allein genommen hat sie keine politische Legitimation.“

nationale Politiken so zu steuern, dass sie einen Beitrag zur Produktion des Club-Gutes „stabiler Euro“ liefern.<sup>27</sup>

*Zu (4):* Exogene Schocks in Form von Erdölpreiserhöhungen haben die Vorformen der Währungsunion, „Euro-Schlange“ und EWS, auf harte Proben gestellt, die sie nicht unbeschädigt überstanden haben. Im Zuge der ersten Erdölpreisexplosion 1973/1974 sind Italien und Frankreich aus dem Währungsverbund ausgeschieden, weil sie dem Kaufkraftabfluss in Richtung Opec-Staaten mit einer expansiven Geld- und Finanzpolitik begegneten wollten, die Politiken der anderen Mitgliedstaaten aber an der Stabilisierung des Preisniveaus orientiert waren. Auf die zweite Erdölpreisexplosion (1979–1982) reagierten die Mitgliedstaaten des EWS ebenfalls unterschiedlich – mit der Konsequenz sich häufiger Wechselkurskorrekturen.

Nach Schaffung der Währungsunion sollte es anders werden. Das Gegenteil war der Fall. Der luxemburgische Ministerpräsident Jean-Claude Juncker kritisierte die nationalen Alleingänge im Zuge der starken Erdölpreiserhöhungen im Jahre 2000: Trotz klarer europäischer Beschlusslage für die Steuerpolitik „macht bei der Mineralölsteuer zurzeit jeder, was ihm von seiner nationalen Kulisse aufgezwungen wird“. Mit abgestimmter Wirtschaftspolitik habe dies nichts zu tun, und „das geschieht ausgerechnet unter Vorsitz der französischen Regierung, die sich immer zum Sprachrohr dieser notwendigen verstärkten Koordinierung gemacht hat“.<sup>28</sup>

*Zu (5)* Der Stabilitäts- und Wachstumspakt – nachgeschoben zur Härtung der finanzpolitischen Kann-Vorschriften des Art. 104c EG-V (Maastrichter Fassung) – sieht keinen Sanktionsmechanismus bei Verletzung der Vorschriften des 104c vor, sondern ein automatisches Sanktionsverfahren, bei dem „Sünder über Sünder“ befinden (Hans D. Barbier). Man nahm daher an, dass diesem Pakt der „Biss“ genommen sei, bevor er überhaupt habe wirken können.<sup>29</sup> Dessen Sinn lag ja auch nicht darin, Mitgliedstaaten mittels Zwangsgelder zu bestrafen, wenn ihre Einnahmen aus Steuern, Abgaben und Gebühren nicht ausreichten, die Ausgaben zu decken, wodurch der Schuldenstand nochmals aufgestockt würde, sondern sie rechtzeitig zur Umsteuerung ihrer Haushalte zu veranlassen, damit sie solche Zwangssituationen von vornherein verhindern können. Der besonders auf französischen Druck zustande gekommene Schwenk in Richtung eines politischen Abstimmungsprozesses auf dem Dubliner Gipfel (Dezember 1996) hat dann dazu geführt, dass solche „Sanierungsarbeiten“ nicht mehr dringlich erschienen.

---

<sup>27</sup> Vgl. Oldag (2001).

<sup>28</sup> „Juncker kritisiert den französischen Alleingang“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.9.2000, S. 14.

<sup>29</sup> In diesem Sinne Steuer (1998), S. 101.

Der deutsche Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, die Bundesbank und die Europäische Zentralbank haben immer wieder die notwendigen Reformen gerade in den Kernstaaten Deutschland, Frankreich und Italien angemahnt – ohne Erfolg. Man braucht bloß die Schlagzeilen einschlägiger Artikel im Jahre 2002 zu überfliegen, um sich davon zu überzeugen, dass die Mitgliedstaaten dabei sind, die entscheidenden Disziplinierungsmaßnahmen des Paktes auszuhebeln, wobei die politische Rhetorik dies zu verschleiern versucht. Hier einige Kostproben:

- „Der Makel des Sanierers. Nach der Verwarnung aus Brüssel kommen in Hans Eichels Finanzministerium erste Zweifel am Stabilitätspakt auf.“
- „Mit Schröder läuft Europa ins Defizit.“
- „Chirac will EU-Stabilitätsziele aushebeln. Frankreichs Präsident verzögert vereinbarten Ausgleich des Staatshaushaltes.“
- „Italiens Defizit wird größer als früher versprochen. Regierung sieht keine Verletzung des Stabilitätspakts.“
- „Wachstumsschwäche und Wahlversprechen erhöhen das Defizit. Portugal, Italien und Frankreich als Sünder des Stabilitätspaktes, Deutschland diesmal nicht im Visier.“
- „Der Euro-Stabilitätspakt ist in Gefahr. Portugal, Frankreich und Italien verfehlten Verschuldungsziele. Großzügigere Auslegung erwogen.“
- „Die Weichmacher. Rechnen, tricksen, lügen: Wie Europas Finanzminister ihre Haushalte frisieren – auf Kosten des Euro.“
- „EU-Kommissar Solbes droht Portugal mit Sanktionen. Warnung auch an Frankreich und Italien. Konjunkturrisiken im Euro-Raum wachsen.“
- „Manövrierraum zurückgewinnen. Frankreichs Staatshaushalt droht zu entgleisen.“
- „Doppeltes Debakel. Schwere Belastungsprobe für den Stabilitätspakt der Euro-Länder: Die Portugiesen können ihn nicht einhalten – und die Franzosen wollen nicht.“
- „Euro-Politik mit kleiner Münze. Die Egoismen der EU-Staaten könnten die gemeinsame Währung in den Ruin treiben.“
- „Schüssel: Euro nicht beschädigen“. – Der österreichische Bundeskanzler Schüssel warnte jetzt davor, den Stabilitätspakt in seinen Grundprinzipien „einseitig“ abzuändern: „Diese Prinzipien müssen von allen ernst genommen werden, weil sie von allen beschlossen wurden und weil es darum geht, jedwede Beschädigung der Glaubwürdigkeit zu verhindern“, sagte Schüssel mit Blick auf den Euro. Ohne Deutschland, Frank-

reich und Portugal beim Namen zu nennen, deren Regierungen Zweifel an ihrer Treue zum Stabilitätspakt hatten aufkommen lassen, fügte er hinzu: „Bei einigen brechen die Dämme.“<sup>30</sup>

Diese Liste ließe sich beliebig verlängern und mit entsprechenden Zitaten unterlegen. Dies alles zeigt, dass offensichtlich die maßgeblichen Mitglieder der Währungsunion nicht bereit sind, nationale Interessen supranationalen Pflichten unterzuordnen, wobei in diesem Falle sogar die Beachtung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes auch im wohlverstandenen nationalen Interesse wäre. Werner Steuer hat diese Entwicklung wie folgt kommentiert: „Nun wird offenbar, was Skeptiker von Anfang an befürchtet hatten: dass es dem Stabilitätspakt an innerem Konsens fehlt. Die Regierung Kohl wollte den Pakt, um das Misstrauen in der deutschen Bevölkerung gegenüber der Währungsunion abzubauen. Doch die Partner höhlten die von deutscher Seite vorgeschlagene Sanktionsautomatik so weit aus, dass der Biss des Paktes verloren ging. Nachdem der Euro da ist, hat auch die Bundesregierung kein Interesse mehr an einer zügigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Ausgerechnet sie hebelte den Pakt als erste Regierung aus. Nun wachsen die Schuldenberge in den großen Euro-Ländern Deutschland, Frankreich und Italien wieder mit erhöhtem Tempo weiter an und erschweren es der Europäischen Zentralbank, ihre Zinssätze auf ein stabilitätsgerechtes Niveau anzuheben. Dies alles geht früher oder später nicht nur zu Lasten des Geldwertes; der Bruch des Stabilitätspaktes fügt auch der Glaubwürdigkeit der Europa-Politik unermesslichen Schaden zu.“<sup>31</sup>

Auch der allgemeine politische Integrationsprozess schlingert, wie die Konferenz von Nizza (Dezember 2000) gezeigt hat. Sie sollte unter der französischen Ratspräsidentschaft die EU reformieren und auf die Aufnahme der Reformstaaten Mittel- und Osteuropas vorbereiten. Das Gegenteil war der Fall – so Elmar Brok, Mitglied des Europäischen Parlaments: „Der ... Vertrag von Nizza ist der erste wirkliche Integrationsrückschritt seit der Ablehnung der Europäischen Verteidigungsgemeinschaft (EVG) durch die französische Nationalversammlung 1954. Der Gipfel von Nizza ist sogar das erste europäische Treffen, das einen solchen Rückschritt vertraglich beschlossen hat. So gesehen hatte Präsident Chirac Recht, als er von einem ‚historischen‘ Ergebnis sprach ... Was die Handlungsfähigkeit angeht, wird die Entscheidungsstruktur im Rat mit Nizza nicht nur schlechter als das bisherige Verfahren, sondern auch noch sehr viel schlechter als das, was in Amsterdam als unzureichend für die Erweiterung abgelehnt wurde.“<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> Krems (2002), S. 6.

<sup>31</sup> Steuer (2002).

<sup>32</sup> Brok (2001).

Unsere (vorläufige) Schlussfolgerung lautet: Das Gemeinschaftsinteresse deckt sich nicht mit den Vorstellungen der Mitgliedstaaten. Die bisherigen Ansätze und Erfahrungen zur Einhaltung gemeinsamer Spielregeln, um das Kollektivgut „Währungsunion“ funktionsfähig zu halten, sind zu schwach und auch zu widersprüchlich ausgeprägt, um bei ernsten Konfliktfällen sicherzustellen, dass nationale Interessen supranationalen Pflichten untergeordnet werden. Kommissionspräsident Prodi sieht das eigentliche Problem darin, „dass wir uns irgendwann einmal mit unseren Mitgliedstaaten nicht mehr über die Marschrichtung einig gewesen sind und es immer mühsamer geworden ist, unsere Uneinigkeit hinter subtilen Protokollen und immer komplizierteren Formeln zu verbergen.“<sup>33</sup>

### **E. Die politische Fundamentierung der Währungsunion wird nach der Ost-Erweiterung der EU noch schwieriger**

Ausgehend von einem ähnlichen Befund kommt der frühere Präsident der Deutschen Bundesbank, Hans Tietmeyer, zu der Überzeugung, dass Europa um eine baldige Klärung seiner zukünftigen Struktur und Organisation nicht herumkomme: „Die bisherige Weiterentwicklung seit den Römischen Verträgen hat – außerhalb der inzwischen geklärten Kompetenz- und Institutionenregelung für die Geldpolitik – leider in vielen Bereichen zu immer mehr Mischkompetenzen und vielfach entscheidungsunfähigen Strukturen der Institutionen geführt“.<sup>34</sup> Die Zuordnung von Kompetenzen, im Kern das Verhältnis von supranationalen Pflichten und nationalen Interessen, müsse geklärt sein, bevor es zur EU-Erweiterung komme. Die Integrationsmethode des Vorwärtsgehens in kleinen Schritten genüge jetzt nicht mehr, da mit der Währungsunion vorgeleistet und damit auch eine offene Flanke geschaffen worden sei; zudem stehe mit der Osterweiterung eine große neue Herausforderung bevor: „In dieser Situation kann und darf die Zukunft nicht mehr so offen bleiben, wie das bisher in Europa der Fall war. Europa muss den Horizont und die weitere Richtung der Integration klären, bevor es noch zu mehr Unbeweglichkeit und gefährlichen Konflikten kommt“.<sup>35</sup>

Die Voraussetzungen für eine funktionsfähige Währungsunion und einen stabilen Euro werden auch nach allgemeiner Einschätzung nach der EU-Osterweiterung nicht besser:

- die strukturellen Divergenzen nehmen zu; das Prinzip – „one size fits all ... ein Geldmantel für alle“ – wird dann noch weniger zutreffend sein;

---

<sup>33</sup> *Prodi* (2001), S. 8.

<sup>34</sup> *Tietmeyer* (2002), S. 66f.

<sup>35</sup> *Tietmeyer* (2002), S. 68.

- die Bereitschaft zu nationalem Souveränitätsverzicht ist nach einem rund 40-jährigen erzwungenen Souveränitätsverzicht bei den Beitrittsstaaten wahrscheinlich weniger stark ausgeprägt;<sup>36</sup>
- wer Gremienarbeit kennt, weiß um den steigenden Abstimmungsbedarf bei zunehmender Mitgliederzahl.<sup>37</sup> Daher ist im Zuge der Nizza-Konferenz ein Grundsatzbeschluss gefasst worden, dass sich die Stimmenverteilung im EZB-Rat an Bevölkerung und Bruttoinlandsprodukt orientieren soll. Da ein solcher Beschluss der Einstimmigkeit bedarf, kann jeder Kundige ermessen, wie lang und dornenreich der Weg vom Grundsatzbeschluss zur Realisierung sein wird, zumal nicht zu erwarten ist, dass er vor der EU-Erweiterung getroffen wird.

„Wohlmeinende“ politische Experten raten den Beitrittskandidaten, der Währungsunion vorerst noch fernzubleiben, da ihre Volkswirtschaften wegen des unterschiedlichen Entwicklungsstandes überfordert werden könnten. Die erhofften Segnungen der Währungsunion gelten aber für alle Volkswirtschaften – gleich welchen Entwicklungsstandes. Ein Problem ergibt sich dauerhaft, wenn ein (einiger) Wechselkurs und eine (einzige) Geldpolitik für alle zu wirtschaftlichen Komplikationen führen, die ohne innergemeinschaftlichen Finanzausgleich nicht zu beheben sind. Auch wenn es im politischen Raum abgestritten und verdrängt wird: Jede Währungsunion ist letztlich eine Haftungsgemeinschaft. Es sind Töne aus Berlin und aus Brüssel zu hören, die den Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrages noch ein reales Konvergenzkriterium hinzufügen wollen – etwa BIP pro Kopf – das im Vertrag angedeutet ist, bislang aber keine Rolle gespielt hat.

Unser Ergebnis: Die Sachzwangstrategie, bereits die Existenz des Euro werde zu weitergehender politischer Fundamentierung führen, trifft nach theo-

<sup>36</sup> Tietmeyer (2002), S. 67: „Hinzu kommt, dass der Befreiungsprozess aus der sowjetischen Diktatur für manche der Länder eine Art nationale Wiedergeburt gebracht hat, die zumindest vorerst noch mit einer gewissen Skepsis gegenüber einer Eingliederung in neue supranationale Strukturen verbunden ist.“

<sup>37</sup> Gretschmann (2001), S. 30, hat als „Insider“ beschrieben, wie mit steigender Mitgliederzahl der Abstimmungs- und Entscheidungsprozess komplizierter, noch weniger durchschaubar und damit naturgemäß auch undemokratischer wird: „Eine ‚tour de table‘ im Rat, bei Ausführungen von ca. fünf Minuten Länge pro Mitgliedsland, dauerte bei den sechs Gründungsmitgliedern in der Regel ca. 30 Minuten, bei den jetzigen 15 darf von knapp eineinhalb Stunden ausgegangen werden, und bei angenommenen 30 Mitgliedern sind mehrere Runden in der gegenwärtigen Form schon aus Zeitgründen gar nicht mehr vorstellbar. Die Konsequenz wird sein, dass mehr und mehr Diskussionen und Aushandels-Prozesse in den informellen Raum verlagert werden. Kaffeepausen, bilaterale Mittagessen, Empfänge etc. werden förmliche Treffen zunehmend ersetzen, und die Ratstreffen selbst werden dann nur noch zu Sanktionsritualen für bereits informell Entchiedenes fungieren. In einem solchen informellen Rahmen könnten nationale Verwaltungskulturen dominant werden, die immer schon stärker informell und weniger regel- als vielmehr ‚mauschelgerecht‘ operierten.“

retischen Erwägungen und bisherigen empirischen Erfahrungen nicht zu. Die gewissermaßen vulgärmarxistische Theorie, das ökonomische Sein bestimme das politische Bewußtsein, gilt nicht. Wir erinnern an die Worte Karl Otto Pöhls, die er Paul Samuelson entlehnt hat: „Wir reiten einen Tiger“.

## Zusammenfassung

Der Euro bietet den Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion (EWU) Vorteile, die sich nicht verbrauchen und von denen einzelne Länder der Eurozone nicht ausgeschlossen werden können. Insofern weist der Euro den Charakter eines Club-Gutes auf. Die Vorteile der EWU fallen aber nur dann an, wenn alle Clubmitglieder die damit verbundenen Pflichten übernehmen. Die bisherigen Erfahrungen mit monetären Integrationsprozessen zeigen aber deutlich, dass sich die nationalen Interessen nicht mit dem Gemeinschaftsinteresse decken und einzelne Länder häufig free-rider-Positionen (besonders in der Finanzpolitik) einnehmen.

Dieses Defizit der EWU kann nur behoben werden, indem entweder eine zentrale Instanz (ein Hegemon) geschaffen wird, welche die Mitgliedstaaten zur Erfüllung der gemeinschaftlichen Pflichten veranlassen kann, oder indem ein gemeinsames sanktionsbewehrtes und verbindliches Regelsystem etabliert wird. Da die supranationale Lösung auf absehbare Zeit kaum realisiert werden kann, kommt gegenwärtig nur die Etablierung eines intergouvernementalen Regelsystems in Frage. Dieses sollte möglichst vor der EU-Osterweiterung geschaffen werden, um weitere politische Konflikte und Koordinationsprobleme zu vermeiden.

## Summary

The Euro provides member countries of the European Monetary Union (EMU) with non-rival and non-exclusive benefits. Thus, it shows all characteristics of a club good. But the advantages of the EMU will only materialize if all club members assume their responsibility for producing a stable common currency. Experiences with monetary integration processes, however, clearly reveal that national interests have not corresponded to the common interest and that individual countries frequently adopt free-rider-positions (especially with respect to fiscal policy).

This deficit can be overcome only by creating a politico-institutional foundation for the EMU. Either a central authority (i.e., a hegemon) should be established, that is able to force member countries to comply with their responsibilities, or a common obligatory system of rules has to be put in place, that is equipped with effective sanction mechanisms. Since the supranational solution cannot be realized in the foreseeable future, only the establishment of an intergovernmental system of rules appears to be feasible at present. Such a system should be created before the Eastern enlargement of

the EU takes place in order to avoid further political conflicts and coordination problems.

### Literaturverzeichnis

- Brok*, E. (2001): „Der Vertrag von Nizza: Wird die EU handlungsunfähig?“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 11 vom 13.1.2001, S. 11.
- de Larosière*, J. (1992): „Wir wollen unsere Souveränität behalten“, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 7, 28.11.1992.
- Deutsche Bundesbank (1990): „Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zur Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion in Europa“, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 1990, S. 41–45.
- Deutscher Bundesrat (1998): Plenarprotokoll 724 vom 23. und 24. April 1998.
- Deutscher Bundestag (1998): Plenarprotokoll 13/230 der Sitzungstage 23. und 24. April 1998.
- Gaddum*, J.W. (2000): „Die Währungsunion muss durch eine politische ergänzt werden“, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 27 vom 7.6.2000, S. 8.
- Gretschmann*, K. (2001): „Traum oder Albtraum? Politikgestaltung im Spannungsfeld von Nationalstaat und Europäischer Union“, Aus Politik und Zeitgeschichte, Beilage zur Wochenzeitung „Das Parlament“, 26. Januar 2001.
- Habermas*, J. (2001): „Warum braucht Europa eine Verfassung?“, Die Zeit vom 28. Juni 2001, Nr. 27, S. 7.
- Hankel*, W. (1998): Die Euro-Klage. Warum die Währungsunion scheitern muss, Reinbek.
- Hayek*, F.A. von (1977): Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel, Tübingen.
- Herz*, B. (1994): Währungspolitische Asymmetrie im Europäischen Währungssystem, Baden-Baden.
- Issing*, O (1995): „Europa: Politische Union durch gemeinsames Geld?“, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 50, 11.7.1995, S. 5.
- Jospin*, L. (2001): „Die Zukunft des erweiterten Europas“, Rede im Centre d’Accueil de la Presse Etrangère, Paris, 28. Mai 2001. Die Rede ist publiziert in: Frankreich-Info, Herausgeber: Französische Botschaft – Presse- und Informationsabteilung (Internet: [www.botschaft-frankreich.de](http://www.botschaft-frankreich.de)).
- Krems*, K.F. (2002): „Schüssel: Euro nicht beschädigen“, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 2. Juli 2002, S. 6.
- Lang*, J. (1997): „Je ne voterai pas le traité d’Amsterdam“, Le Monde vom 19.8.1997.
- Löwisch*, M. (2000): „Das Arbeitnehmer-Entsendegesetz – ordnungspolitischer und rechtlicher Irrweg“, in: Külp, B./Vanberg, V. (Hrsg.), Freiheit und wettbewerbliche Ordnung. Gedenkband zur Erinnerung an Walter Eucken, Freiburg, S. 221–246.
- Müller-Armack*, A. (1971): Auf dem Weg nach Europa. Erinnerungen und Ausblicke, Tübingen.

- Müller-Armack, A./Hasse, R./Merx, V./Starbatty, J.* (1971): Stabilität in Europa. Strategien und Institutionen für eine europäische Stabilitätsgemeinschaft, Düsseldorf.
- Oldag, A.* (2001): „Machtkämpfe in der Euro-Gruppe: Club der Eitelkeiten“, Süddeutsche Zeitung vom 9. März 2001, S. 23.
- Oppermann, Th.* (1999): Europarecht. 2., vollständig überarbeitete Auflage, München.
- Pöhl, K.O.* (2002): Die Bundesbank und die Europäische Währungsunion. Ein Rückblick, (noch unveröffentlichter Aufsatz), Frankfurt.
- Prodi, R.* (2001): „Die Lage der Union im Jahre 2001“, Rede vor dem Europäischen Parlament, 13. Februar 2001, S. 8 (SPEECH/01/64).
- Schlecht, O.* (2001): „Quo vadis Europa?“ unveröffentlichter Vortrag, 25. Januar 2001.
- Seidel, M.* (1997): Diskussionsbeitrag, in: Hasse, R./Starbatty, J. (Hrsg.): Wirtschafts- und Währungsunion auf dem Prüfstand. Schritte zur weiteren Integration Europas, Stuttgart, 1997, S. 25–27.
- Starbatty, J.* (1999): „Schicksalhafte Entscheidung und politische Argumentation – Bundestag und Bundesrat zum Euro“, in: Nölling, W./Schachtschneider, K. A./Starbatty, J. (Hrsg.): Währungsunion und Weltwirtschaft. Festschrift für Wilhelm Hankel, Stuttgart, S. 201–224.
- (2001): „Zur Entwicklung der Europäischen Währungsunion. Gedanken zu Oppermanns Kapitel ‚Währungsunion‘“, in: Classen, C.D. u.a. (Hrsg.): „In einem vereinten Europa dem Frieden der Welt zu dienen ...“ (Festschrift für Th. Oppermann), Berlin 2001, S. 627–638.
- Steuer, W.* (1998): „Der Europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt“, in: Caesar; R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, Institut für Europäische Politik, Bonn, S. 87–104.
- (2002): „Europäischer Stabilitätspakt ohne Biss“, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24. Juli 2002, Nr. 169, S. 6 (Leserbrief).
- Szász, A.* (1997): „Fünfzehn souveräne Staaten – eine Geldpolitik?“, in: Hasse, R./Starbatty, J. (Hrsg.): Wirtschafts- und Währungsunion auf dem Prüfstand. Schritte zur weiteren Integration Europas, Stuttgart, S. 3–10.
- Tietmeyer, H.* (2002): „Der Weg Europas seit den Römischen Verträgen – Bilanz und Perspektive“, in Ludwig-Erhard-Stiftung (Hrsg.): Europa als Wertegemeinschaft – Wege und Irrwege. Zum 100. Geburtstag von Alfred Müller-Armack (Ludwig-Erhard-Stiftung, Symposien, Bd. 45), Krefeld 2002, S. 47–68.
- Winkelmann, I.* (Hrsg.) (1994): Das Maastricht-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 12. Oktober 1993, Dokumentation des Verfahrens mit Einführung, Berlin.



# **Mittelfristige Herausforderungen für Euroland: Stabilität, EU-Osterweiterung, Wachstum**

Von Paul J.J. Welfens

## **A. Einleitung: Euro-Start als kritische Übergangsphase**

Mit dem Start der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Euro als Buchgeld Anfang 1999 ist die europäische Integration im monetären Bereich institutionell und wirtschaftlich vertieft worden. Die neue Institution EZB bzw. das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) bedeutet, dass in ganz Euroland eine politisch unabhängige Notenbank agiert und direkte Kredite der Zentralbank an die Regierungen in den Ländern der Euro-Zone der Vergangenheit angehören. Mit der Bargeldeinführung im ersten Halbjahr 2002 in der Euro-Zone wird die Euro-Einführung abgeschlossen. Die 12 Länder der Eurozone haben dann einen historischen Neuversuch zur Schaffung einer einheitlichen Währung in einem Netzwerk verschiedener Länder geschafft.

Anders als bei historisch gescheiterten Quasi-Vorläufern der Währungsunion wie der Lateinischen Währungsunion oder der Skandinavischen Währungsunion gibt es eine einheitliche Zentralbank und obendrein noch sanktionsbewehrte Regeln, die eine stabilitäts- und wachstumsgerechte Fiskalpolitik sichern sollen. Keineswegs aber ist damit der Erfolg von Euro und EZB sichergestellt. Denn eine politisch unabhängige Zentralbank kann durchaus stabilitätswidrige Politik betreiben, wie die Deflationspolitik der japanischen Notenbank in den 90er Jahren zeigte.

Die Währungsunion hat ein doppeltes Vertrauensproblem:

- Euro und EZB müssen erst noch unter Beweis stellen, dass sie auch stabil bzw. funktionsfähig in schwierigen Phasen der Wirtschaftsentwicklung in Euroland – etwa bei einer schweren Rezession – die in sie gesteckten Erwartungen erfüllen: Nämlich letztlich eine Art EU-formatige größere Ausgabe der bewährten und erfolgreichen Deutschen Bundesbank zu sein.
- Nachdem der Euro in 1999–2001 drei Jahre hintereinander nominal und real abwertete, wäre es wichtig, eine Phase der nominalen Wechselkursstabi-

lisierung bzw. einer mittelfristigen Aufwertung zu realisieren. Andernfalls muss Euroland langfristig mit einem wachstumsschädlichen Risikoauftschlag beim Zins rechnen (wie früher Italien zu Lira-Zeiten). Es sind daher in besonderem Maße mittelfristige Abwertungsrisiken kritisch zu prüfen – wir werden im Weiteren noch thematisieren, dass eine schlecht vorbereitete, große EU-Osterweiterung unmittelbar ein solches Abwertungsrisiko beinhaltet.

*Tabelle 1*  
**Internationale Währungsreserven – Änderung und Bestand**

	1997	1998	1999	2000	Stand Ende 2000
Mrd. US-Dollar					
Veränderungen zu jeweiligen Wechselkursen					
Insgesamt	56,1	55,9	129,6	139,5	1908,7
Industrieländer	-12,0	-11,3	40,7	54,5	774,8
Asien <sup>a</sup>	8,5	82,2	79,1	46,4	688,4
Lateinamerika <sup>b</sup>	10,9	-8,3	-8,0	2,4	127,6
Osteuropa <sup>c</sup>	4,9	5,1	0,6	21,2	95,2
Übrige Länder	43,8	8,2	17,2	15,0	222,7
Veränderungen zu konstanten Wechselkursen <sup>d</sup>					
Insgesamt	113,5	18,6	181,0	172,1	1908,7
Reserven in Dollar	72,5	51,3	140,3	130,3	1450,5
Reserven in anderer Währung	41,0	-32,1	40,7	41,8	458,2

<sup>a</sup> China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.

<sup>b</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Venezuela.

<sup>c</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

<sup>d</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende.

Quelle: BIS (2001), Annual Report.

Eine neue Währung muss sich dem euroländischen bzw. dem internationalen Vertrauens- und Funktionstest stellen. Schon im dritten Lebensjahr ist der Euro

zur international erfolgreichsten Emissionswährung geworden, auch als Transaktionswährung und Recheneinheit wird der Euro spätestens in 2002 seine Qualitäten bzw. Funktionen in einem hochgradig entwickelten Wirtschaftsraum voll entfalten. Nur bei der Rolle als internationale Reservewährung ist der Euro auch Ende 2001 noch in einer schwachen Position. Immerhin stieg der Anteil des US-Dollars an den globalen Währungsreserven von 51 % in 1991 auf 68 % in 2000; der Anstieg vollzog sich im wesentlichen in den OECD-Ländern, wo der Dollaranteil von 44 % in 1991 auf 73 % in 2000 anstieg. Die globalen Währungsreserven haben in 2000 umgerechnet rund 2000 Mrd. Dollar erreicht (Tabelle 1). Von daher ist die Weltwirtschaft unverändert durch einen Dollarstandard geprägt.

Die Weltwirtschaft wird, vor allem solange die Mehrzahl der dynamischen asiatischen Länder am US-Dollar hängt, auf viele Jahrzehnte voraussichtlich noch ein Weltdollarstandard sein. Es liegt an Euroland bzw. der EU, durch erfolgreiche Wirtschafts- bzw. Reformpolitik dem Dollar langfristig verstärkt Paroli zu bieten, sich also im internationalen Währungswettbewerb zu behaupten. Hierbei wird es nicht nur darum gehen, eine relativ niedrige Inflationsrate zu erreichen, vielmehr kommt es auf die nachhaltige Sicherung von Prosperität und Vollbeschäftigung in Euroland bzw. der EU an.

Die Höhe der gewünschten Weltwährungsreserven ist längerfristig wesentlich vom Handelsvolumen, der Volatilität der Kapitalströme und dem Grad an politisch akzeptierter Wechselkursflexibilität abhängig; das Ausmaß der kurzfristigen Kapitalflüsse (bzw. -importe) spielt eine wichtige Rolle, wie spätestens seit der Asienkrise bekannt ist. Die Aufteilung der Währungsreservebestände auf einzelne Währungen wird hingegen von ökonomischen Entwicklungen, wie etwa Wachstum, Solidität des Bankensystems, Vermeidung von lang anhaltenden Abwertungsschüben und politischen Kriterien für einzelne Währungsräume, maßgeblich beeinflusst. Tragen Euro und EZB zu Wachstum bzw. Vollbeschäftigung und politischer Stabilität in der Eurozone bei, dann wird langfristig auch die internationale Nachfrage nach Euro im Reservebestand der Notenbanken zunehmen. Sicher werden einige Länder – wie etwa China – nicht nur aus ökonomischen, sondern auch aus politischen Gründen an einer Diversifizierung der Währungsreserven interessiert sein.

Nach einer vorübergehenden Euro-Schwäche gegenüber dem US-Dollar in 1999/2000 – zeitweise auch gegenüber Pfund und Schweizer Franken – hat der Euro sich im Spätsommer 2001 stabilisiert und ist vermutlich auch unter dem Eindruck der Terroranschläge gegen die USA auf einen temporären nominalen Aufwertungspfad eingeschwenkt. Die Inflationsrate von anfänglich 1 % in 1999 ist auf 2–3 % im Zeitraum 2000–2001 gestiegen; mit dem Rückgang der Dollarpreise für Rohöl in 2001 setzte eine Rückbildung der Inflationsrate ein, die in 2002 wieder unter 2 % fallen dürfte.

Die phasenweise Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um in der Spur über 25 % gegenüber dem Startwechselkurs hat die politische Akzeptanz des Euro vor allem in Deutschland geschwächt, wo EZB und Euro die historischen Qualitätsmerkmale des bundesdeutschen Wirtschaftssystems, nämlich die Deutsche Bundesbank und die DM, ersetzen sollen. Die sorgsam vorbereitete Währungsunion wird in den nächsten Jahrzehnten ihre Bewährungsproben zu bestehen haben. Andernfalls droht ein Rückfall in den Währungsnationalismus und damit auch das politische Auseinanderfallen der EU. Die Union hat allerdings, kaum dass der Euro eingeführt ist, schon die nächste Herausforderung zu bewältigen, nämlich eine historisch einmalige, umfassende Erweiterung, und zwar um immerhin 12 Länder, darunter zehn osteuropäische postsozialistische Länder. Von Seiten der Politik in Osteuropa hört man dort vielfach, dass man eine rasche EU-Mitgliedschaft und daran anschließend auch eine schnelle Mitgliedschaft in Euroland wünscht.

Diese rasche Abfolge von institutionellen Veränderungen in der EU hat Befürchtungen ausgelöst, ob denn der Euro überhaupt stabil sein und ob die EZB ihren satzungsgemäßen Aufgaben gerecht werden und ob der Stabilitäts- und Wachstumspakt auch mit Leben erfüllt werden könne. In der nachfolgenden Analyse werden wir uns zunächst der Frage nach Stabilitätsperspektiven in Euroland zuwenden, danach werden Fragen der EU-Osterweiterung und schließlich Probleme der Wachstumspolitik behandelt. Dabei wird die Analyse aufzeigen, dass die Hauptprobleme absehbar im Bereich der Wachstums- bzw. Beschäftigungspolitik einerseits und andererseits auf dem Feld der EU-Osterweiterung liegen.

## **B. Stabilität für Euroland: Institutioneller Rahmen und Rolle der Geldpolitik in integrierten Wirtschaftsräumen**

Stabilität für Euroland wird man vernünftigerweise in doppelter Weise interpretieren:

- (1) im Sinn einer mittel- und langfristig stabilen Wirtschaftsentwicklung in Euroland, wobei es Inflation bzw. Deflation und hohe Arbeitslosenquoten sowie extreme Schwankungen des realen Bruttoinlandsprodukts zu vermeiden gilt: Preisniveaustabilität hat bekanntlich Priorität für die EZB. Aber dies bedeutet auch, dass bei Abwesenheit unmittelbarer Inflationsgefahren die EZB gehalten ist, die Ziele der EU-Wirtschaftspolitik zu unterstützen.
- (2) im Sinn einer stabilen weltwirtschaftlichen Entwicklung; die EZB sollte bei ihrer Politik durchaus positive wie negative Außenwirkungen bzw. die internationalen Rückwirkungen ihrer Maßnahmen bedenken. In einer globalisierten, hochgradig interdependenten Weltwirtschaft dürfen große Länder bzw. Wirtschaftsräume internationale Effekte der Politik schon im ei-

genen Interesse langfristig nicht ignorieren. Bislang ist allerdings nicht zu erkennen, dass die EZB auch eine globale Analysesicht bei ihren Entscheidungen zugrunde legt.

Mit einer zielgerechten und glaubwürdigen Geldpolitik kann die EZB nicht nur positive Wohlfahrtseffekte in Euroland erzeugen, sondern sie steht auch im Grunde im Politikwettbewerb mit der US-Notenbank. Wenn die EZB sich längerfristig zum internationalen institutionellen Notenbank-Benchmark entwickeln könnte, dann hätte dies auch positive Signal- bzw. Vorbildwirkungen auf andere Länder. Mehr noch: nur eine erfolgreiche EZB wird in Asien und Lateinamerika Mut zu regionaler monetärer Integration machen. Es könnte von daher zu einem Export von Stabilität und Integration durch nachhaltig stabilitätsorientierte EZB-Politik kommen.

Wenn die EZB zum Benchmark-Rivalen der US-Fed bzw. der Euro ein erfolgreicher Herausforderer für den Dollar – und keine zweitklassige internationale Währung wie der Yen – werden will, so sind sieben Bedingungen zu erfüllen:

- (1) Geringe langfristige Inflationsraten in Euroland bzw. langfristige Preisneutralität: Hier ist eine glaubwürdige Strategie der Geldpolitik und ein effektives Instrumentarium notwendig, beides war in 1999/2000 zumindest in Ansätzen erkennbar. Die Zwei-Säulen-Strategie ist bislang nicht ganz überzeugend. Hier ist allerdings u.U. auch ein transitorisches Strategieproblem angesprochen, denn die EZB muss sich mit vorläufig noch bestehenden erheblichen strukturellen Unterschieden zwischen den Ländern der Euro-Zone auseinandersetzen, die durchaus keine durchgehend parallelen bzw. gleichgerichteten Transmissionsmechanismen erwarten lassen (Clausen 2002). Unter dem Eindruck der einheitlichen EZB-Geldpolitik dürften sich allerdings die nationalen Konjunkturzyklen mittelfristig harmonisieren, was die Strategieprobleme der EZB langfristig zu entschärfen hilft.
- (2) Hohe Solidität und große Effizienz des Finanzsystems – inkl. effektiver und effizienter Bankenaufsicht. Sorge bereitet hier die zerklüftete Banken- und Finanzmarktaufsicht auf nationaler Ebene, wo es völlig unterschiedliche Systeme in den EU-Ländern gibt. Dies ist insbesondere in denkbaren Krisensituationen problematisch.
- (3) Anhaltendes Wirtschaftswachstum, und zwar bei Vermeidung hoher Arbeitslosenquoten – hier sind die Tarifvertragsparteien neben der Wirtschaftspolitik gefordert. Eine glaubwürdige EZB-Politik wird Einfluss auf die Lohnpolitik im Euro-Raum haben. Eine temporär auch wachstumsförderliche Notenbankpolitik dürfte die Bereitschaft der Tarifpartner erhöhen, sich verstärkt auf vollbeschäftigungskonforme Reformen in der Tarifpolitik einzulassen sowie wachstums- bzw. beschäftigungsförderliche Sozialversicherungsreformen mitzutragen. Hier sind die Kernländer Deutschland,

Italien und Frankreich in der Startphase den Nachweis schuldig geblieben, dass sie eine beschäftigungsförderliche Wachstumspolitik in Verbindung mit einer angemessen differenzierten Tarifpolitik von Gewerkschaften und Unternehmerverbänden zu realisieren vermögen. Die EZB wiederum hat allenfalls gelegentlich zu erkennen gegeben, dass sie geldpolitische Expansionsspielräume zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung gezielt nutzen wird.

- (4) Einhaltung der fiskalischen Konvergenzkriterien bei Neuverschuldungsquote und Staatsschuldenquote; in der Startphase haben sich die meisten Länder der Eurozone energisch bemüht, die entsprechenden Konvergenzkriterien einzuhalten – Länder mit übernormativ hohen Schuldenquoten haben einen Abbau der Schuldenquoten eingeleitet. Problematisch sind unter wachstumspolitischen Aspekten aber selbst bei Reduktion der Schuldenquote Länder, deren Konsolidierungsstrategie primär über eine Erhöhung der Steuerquoten die Konvergenzziele umzusetzen sucht. Erhöhung der Steuerquote bedeutet, dass das betreffende Land verstärkt dem Risiko gegenüber steht, im internationalen Standortwettbewerb um mobiles Kapital zum Verlierer zu werden.
- (5) Aufbau hoher nationaler und internationaler Glaubwürdigkeit der EZB bzw. des Europäischen Systems der Zentralbanken: Dies erfordert nicht nur konsistente und theoretisch fundierte Politik, sondern auch eine klare und glaubwürdige Kommunikationsstrategie. Glaubwürdigkeit der EZB zeigt sich aus theoretischer Sicht darin, dass die Öffentlichkeit die von der EZB avisierten Inflationsraten bzw. -ziele als glaubwürdig ansieht, also zur Grundlage der Erwartungsbildung macht. Tatsächlich zeigen erste Untersuchungen, dass die EZB hohe Glaubwürdigkeit genießt, womit die EZB hier offensichtlich Bundesbankqualität hat. Auf der internationalen Ebene ist die EZB-Glaubwürdigkeit bei den wichtigen Finanzmarktakteuren eher noch schwach, was u.U. auch an der fehlenden New Yorker Präsenz liegt. Was New York angeht, so war die Deutsche Bundesbank über Jahrzehnte dort präsent, der EZB ist dringend anzuraten, endlich in New York ein Büro zu eröffnen; falls Großbritannien nicht Mitglied der Eurozone werden sollte, so wäre auch eines in London sinnvoll.
- (6) Durchdachte Strategie zur Erhaltung der Handlungsfähigkeit und Glaubwürdigkeit bei der EU-Osterweiterung, die schon in 2004 mit einer Erweiterung um schlagartig zehn Länder erhebliche Probleme aufwerfen könnte. Hier drohen erhebliche Gefahren, da das Europäische System der Zentralbanken ein über großes Leitungsgremium haben wird, falls man den bisherigen Repräsentationsmodus nicht ändert.
- (7) Entwicklung und Umsetzung einer EU-Interessenpolitik bzw. von Interessenpolitik in internationalen Organisationen, was ein einheitliches Auftreten

bzw. die Einführung neuer länderübergreifender politischer Konsenserzeugungsmechanismen erfordert. Hiervon ist man auch drei Jahre nach dem Start von Euro und EZB noch weit entfernt, d.h. insbesondere, dass von einem einheitlichen Auftreten der Länder der Eurozone im IWF und bei der BIZ bislang keine Rede sein kann.

Problematisch wäre die Währungsunion dann, wenn es durch die Währungsintegration zu Wachstumsschwäche und damit zu erhöhter struktureller Arbeitslosigkeit käme. Ähnlich problematisch wäre sicher auch eine strukturelle Neigung bei der EZB zu einer inflationsförderlichen Politik. Von Letzterem ist mittelfristig nicht auszugehen, da die EZB prioritär auf Preisniveaustabilität als Ziel verpflichtet ist und bei 12 Starterländern (nach dem Hinzustoßen von Griechenland zur ursprünglichen 11er Startergruppe) die EZB immerhin mit 6 Direktoriumsmitgliedern ein Drittel der Stimmen im Europäischen System der Zentralbanken hat (ESZB = Direktorium plus nationale Notenbankchefs). Hier droht vor allem im Zuge der EU-Osterweiterung – ohne Änderung der bisherigen Stimmgewichtungsregeln – Gefahr, denn das EZB-Direktorium würde auf Basis des Repräsentationsschlüssels 1 Notenbank = 1 Stimme im Europäischen Zentralbankrat bei einer EU-Osterweiterung immer stärker an Einfluss verlieren.

### *I. Internationale Finanzmarktstabilitätspotentiale*

Stabilität in der Weltwirtschaft wird seit dem 11. September 2001 u.a. durch den Terrorismus gefährdet, der zu einem internationalen Konjunkturabschwung und zu neuen regionalen Wirtschaftskrisen – von Asien über Lateinamerika bis Afrika – führen könnte. Diese gravierende Problematik mit ihren zahlreichen Sonderproblemen kann hier nicht behandelt werden, obwohl der Terrorismus sicher auch aus ökonomischer Sicht analysiert werden kann.

Problematisch für die Weltwirtschaft insgesamt – damit aber auch für Euroland – ist zu Beginn des 21. Jahrhunderts Japan mit seinem Reform- und Anpassungsstau. Nach der IWF-Prognose von September 2001 ist in 2001 nicht, wie noch im Frühjahr erwartet, mit 1,6 % Wachstum zu rechnen, sondern mit einer Schrumpfung um –0,5 %, für 2002 werden statt 1,5 % Wachstum noch 0,2 % erwartet, was eine dramatische Verschlechterung der Wirtschaftslage darstellt; dabei wird mit hohen Neuverschuldungsquoten in 2001 und 2002 gerechnet, und zwar in Höhe von rund 7 %.

Es fällt auf, dass bislang die Europäische Zentralbank bzw. der ECOFIN und der Europäische Rat es versäumt haben, auf Japan Druck in Richtung Wirtschaftsreformen zu machen; oder auch ggf. positive Flankierungsmaßnahmen anzubieten. Wenn es im Gefolge der seit Jahren unverantwortlichen Defla-

tionspolitik in Japan, die dem Land eine Art keynesianische Liquiditätsfalle beschert hat, zu einer neuen Krise in den Emerging Markets bzw. einer neuen Asienkrise kommen sollte, so wird dies auch Euroland negativ beeinflussen. Anzumerken ist, dass Deflationsdruck z.T. auf langjährigen US-Druck hin auf wiederholte Yen-Aufwertungen zur Korrektur des japanischen Leistungsbilanzüberschusses zurückzuführen ist. Diese Aufwertungen sorgen für importierte Deflationsdruck.

Japans unnormale Niedrigzinspolitik heizt das Potential für eine neue Asienkrise gefährlich an. Denn die Zinspolitik ist eine Einladung an Banken aus vielen Schwellenländern und Osteuropa, sich zu niedrigen Zinsen in Japan zu refinanzieren, was im Fall einer starken Yen-Aufwertung und fehlendem Hedging unvermeidlich zu einer neuen internationalen Finanzkrise führen wird. Da Japan im Jahrzehnt 1992–2001 nunmehr die vierte Rezession hat, was unvermeidlich niedrige Renditen in Japan mit sich bringt, sehen sich japanische Versicherungen im Interesse der Erwirtschaftung hoher versprochener 20jähriger Garantierenditen für Inhaber von Lebensversicherungspolicen veranlasst, in großem Umfang riskante Investitionen im Ausland vorzunehmen. Damit droht die Bankenkrise in Japan ggf. noch durch eine Krise der Versicherungen verschärft zu werden.

Es ist – in normativer Sicht – allerhöchste Zeit, dass die EZB auf der Ebene der G-10-Beratungen und bei den G-7-Treffen sowie bei den IWF-Jahrestagungen vernehmlich auf problemadäquate Reformen des japanischen Wirtschaftssystems drängt. Auffallend ist allerdings, dass die EZB nach außen bislang keine globale Problemsicht erkennbar werden lässt und vermutlich nicht wirklich einflussmächtig auf internationaler Ebene sein will; denn hier kommt auf jene, die sich einmischen wollen, auch das Problem der Mitverantwortung zu. Ein passives Abwarten der EZB bzw. von Euroland bei der Japan-Krise ist insofern problematisch, da jeder Japan-Schock bzw. größere internationale Finanzkrise zu einer Flucht primär in den US-Dollar führen wird, also Euro-Schwäche bedeutet.

## *II. Stabilität in Euroland*

Ob der Euro bzw. die EZB eine erfolgreiche monetäre Innovation und Institution werden wird, die zu einer stabilen Wirtschaftsentwicklung beiträgt, ist nach wenigen Startjahren noch nicht abzusehen. Aber zumindest hat die neue Währung von den vertraglichen Konstruktionskriterien her gesehen gute „genetisch-institutionelle“ Merkmale:

- politisch unabhängige Notenbank,
- auf das Ziel der Preisniveaustabilität prioritätär verpflichtete Notenbank – mit dem Nebenziel einer Unterstützung der Wirtschaftspolitik der EU-Länder, soweit dies die Preisniveaustabilität nicht beeinträchtigt,
- pragmatische Konvergenzkriterien als wesentliches Prüfkriterium bei der Auswahl von Neumitgliedern,
- Euroland-weite Zahlungssysteme, die Transaktionskosten senken und zusammen mit der einheitlichen Euro-Denomination den Wettbewerb im Banken- und Kapitalmarkt intensivieren,
- Stabilitäts- und Wachstumspakt als weitgehend sinnvolle Ergänzung der Konvergenzkriterien,
- die Bundesbank-Erfolgsgeschichte als Vorbild- und Referenzmaßstab.

Als einen genetischen Schwachpunkt kann man die zersplitterte Bankenaufsicht der Eurozone ansehen, die sich bei einer größeren internationalen Finanzkrise rasch als Achillesferse erweisen könnte – zum Nachteil der Steuerzahler, die für eine ggf. notwendige Rekapitalisierung von Banken in vielen Ländern direkt oder indirekt mit aufkommen müssten und mit absehbarem Vertrauensschaden für die neue Währung, die unbedingt des Vertrauens der Anleger bzw. Wirtschaftssubjekte in die Solidität des Bankensystems von Euroland bedarf.

Im Vergleich zur US-Notenbank ist die EZB relativ einseitig auf das Ziel der Preisniveaustabilität festgelegt. Allerdings kann man die klare Zielprioritätensetzung durchaus als vertretbar ansehen, da damit indirekt auch die Verantwortlichkeiten in anderen Politikfeldern sehr deutlich sind: Für das Ziel der Vollbeschäftigung verantwortlich sind im Kern die Tarifvertragsparteien im Rahmen ihrer Tarifautonomie. Diese Autonomie sollte seitens der Wirtschaftspolitik nur dann in Frage gestellt werden, wenn die Tarifpartner – Abwesenheit von Deflation und abrupt sinkenden Staatsverbrauchsquoten vorausgesetzt – über lange Jahre das Erreichen der Vollbeschäftigung verfehlt.

Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik, die sehr niedrige Trendinflationsraten sichert – ohne kurzfristigen, stabilitätspolitischen Handlungsspielraum zu verschenken –, fördert Allokationseffizienz und Wachstum der Wirtschaft. Der Wachstumseffekt nachhaltiger Preisniveaustabilität kann auf vier Effekte zurückgeführt werden:

- Relativpreissignale sind bei fehlender Inflation eindeutige Knappheitssignale für Nachfrager und Investoren; Fehlinvestitionen, die auf einer Konfusion nominaler und relativer Preissignale beruhen – wie bei hoher Inflation sehr wahrscheinlich, werden weitgehend unterbleiben.
- Die zeitliche Tiefe der Kontrakte auf allen Märkten ist bei Preisniveaustabilität groß, d.h. dass es insbesondere zur Herausbildung langfristiger Kapital-

märkte mit geringen Laufzeitprämien kommt; damit sind langfristige Investitions- und Innovationsprojekte fristenkongruent zu relativ niedrigen Realzinssätzen finanziert.

- Gelingt es der Geldpolitik, eine nachhaltige Preisniveaustabilität – über viele Jahre (im Trend) – zu sichern, so kann eine inflationsbedingte Risikoprämie von Seiten ausländischer Anleger vermieden werden; Preisniveaustabilität hält die realen Kapitalkosten niedrig.
- Die Problematik der „kalten Steuerprogression“, also eines im Zeitablauf inflationsbedingt verschärften effektiven Marginalsteuersatzes, kann vermieden werden – ein langfristig steigender marginaler Steuersatz schwächt die Leistungsbereitschaft und den Anreiz zur Kapitalakkumulation.

Eine Währung mit geringen Inflationsraten wird, sofern sie ein leistungsfähiges Wirtschaftssystem – mit Leistungsbilanzüberschüssen bzw. hohen Produktivitätszuwächsen – und ein lernfähiges Politiksystem reflektiert, auch einen längerfristig stabilen Außenwert haben und damit zu einer bevorzugten internationalen Reservewährung werden. Wenn ausländische Notenbanken die Währung dauerhaft im wachsenden Reservebestand akkumulieren, dann kommt es zu einem Ressourcentransfer zugunsten des Währungsemissionslands. Der Euro dürfte nach einer institutionell erfolgreichen Startphase in 2000–2001 zu einer langfristig wichtigen Reservewährung werden, so dass es zu einem internationalen dauerhaften Ressourcentransfer zugunsten von Euroland kommen könnte.

Die Europäische Zentralbank hat in 2000–2002 eine relativ erfolgreiche Geldpolitik betrieben, wobei sie trotz gelegentlicher Kommunikationsprobleme offenbar das Vertrauen der internationalen Märkte gewonnen hat. Der schon vor dem Terroranschlag gegen die USA im Sommer einsetzende Aufwertungsprozess des Euro gegenüber verschiedenen Währungen zeigt das wachsende Vertrauen der internationalen Anleger in den Euro, zudem reflektiert dies das Abschmelzen des US-Zinsvorsprungs in 2002 (der relativ hohe US-Aktienkurs festigt den Dollar allerdings). Auch dass der Euro in 2001 zur internationalen Emissionswährung Nr. 1 bei Bonds avancierte, ist ein Indiz für gewachsenes Vertrauen der Marktakteure in den Euro.

Die internationale Währungskonkurrenz einerseits und die stabilitätspolitisch-zielmäßige Prioritätensetzung der EZB beim Ziel der Preisniveaustabilität andererseits lässt in der Tat hoffen, dass der Euro eine international dauerhaft akzeptierte Währung werden wird. Ihre Stabilität und Werthaltigkeit hängt – dies zeigt indirekt der Kursverlust des US-Dollars unmittelbar nach dem Terroranschlag gegen die USA am 11.9.2001 – nicht nur vom Wirtschaftspotential, sondern auch von der militärischen Abwehrfähigkeit und -bereitschaft der EU ab. Dieser bislang wenig thematisierte Aspekt bedeutet, dass eine effektiv organisierte militärische Verteidigungsbereitschaft in Euroland unabdingbar ist.

Nicht verteidigungsbereite oder -fähige Streitkräfte in Euroland darf es nicht geben. Hier besteht sicher sowohl bei den nationalen Verteidigungsministerien einiger EU-Länder wie beim in der Einflugschneise des Flughafens Brüssel gelegenen Nato-Hauptquartier Anpassungsbedarf (in Deutschland gehören zu den Sicherheitsrisiken die Berliner Flughäfen Tegel und Tempelhof ebenso wie Kernkraftwerke). Im übrigen stellt der Terrorschock primär einen Nachfrageschock dar.

Zu den währungspolitisch relevanten Stabilitätselementen gehört der Stabilitäts- und Wachstumspakt. Dieser Pakt sieht einen mittelfristig ausgeglichenen Staatshaushalt vor, zudem soll gemäß den Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrags die Neuverschuldungsquote maximal 3 % betragen, die Schuldenquote 60 % nicht übersteigen. Die beiden letztgenannten Vorgaben waren für die großen drei Kernländer – mit Ausnahme Italiens bei der Schuldenquote – im Euro-Startraum 1999–2001 relativ unproblematisch. In den anderen Starterländern (inklusive des in 2001 hinzugetretenen Griechenlands) waren sowohl im Vorfeld des Euro-Starts wie in den Startjahren des Euro erhebliche Konsolidierungserfolge zu verzeichnen. Besonders bemerkenswert sind weniger Erfolge, die durch anhaltende Steuererhöhungen – sie wirken wachstums schwächend und sind daher selten nachhaltig konsolidierend – erreicht wurden, sondern vor allem Konsolidierungen durch Kürzung konsumtiver Staatsausgaben bzw. durch Reduzierung von fragwürdigen Sozialleistungen. Hier ist Irland ein Musterland der EU, aber ausgerechnet Irland wurde in 2001 vom Europäischen Rat abgemahnt.

In Deutschland ist es unter Finanzminister Eichel zu einer Konsolidierung des Bundeshaushalts gekommen: Dabei hat er die Neuverschuldungsquote in 1999/2000 zurückgefahren und gar für 2006 einen ausgeglichenen Bundeshaushalt angekündigt. Aber die im Zug des Konsolidierungskurses verfehlten wachstumsrelevanten realen Kürzungen der Infrastrukturausgaben (siehe Anhang) und fehlende Ausgabenerhöhungen bei Bildung und Forschungsförderung lassen eine nachhaltige Stabilisierung der Schuldenquote von 60 % in Deutschland nicht erwarten. Denn bekanntlich ist die langfristige Schuldenquote (Relation von Staatsschuld D zu Bruttoinlandsprodukt Y;  $D/Y = \omega$ ) nach Domar (1944) durch die Relation von trendmäßiger Neuverschuldungsquote  $[(dD/dt)/Y]$  zu langfristiger Wachstumsrate  $g_Y$  bestimmt.

$$(1) \quad \omega = [(dD/dt)/Y]/g_Y$$

Es gilt daher, dass eine Senkung der langfristigen Staedy-state-Schuldenquote nicht erreicht werden kann, wenn die Reduzierung der Trendwachstumsrate in Prozentpunkten stärker ausfällt als die Rückführung der Neuverschuldungsquote. Aus Sicht eines neoklassischen Wachstumsmodells mit Staat kommt der Rückführung der Neuverschuldungsquote nur ein positiver Niveau-

effekt beim Staedy-state-Einkommen zu. Vielmehr muss aber gefragt werden, wie sich etwa die Reduzierung der Relation Forschungs- und Entwicklungsausgaben zu Sozialprodukt (Deutschland 1989: 2,9 %; 2000: 2,3 %; zum Vergleich: Schweden: 4 %) auswirkt.

Die Rückführung der Neuverschuldungsquote ist im Zuge der fiskalischen Konvergenzkritierien bzw. des Stabilitäts- und Wachstumspakts durchaus erwägenswert, allerdings ist zu bedenken, dass in den USA in den 90er Jahren gut die Hälfte der Konsolidierungserfolge durch erhöhtes Wachstum zustande kam. Wenn ein Land – wie Deutschland – zu Beginn des 21. Jahrhunderts bei den Staatsausgaben vor allem den Staatskonsum und die Sozialausgaben steigen lässt, zugleich aber wachstumsförderliche Ausgabenblöcke relativ zum Sozialprodukt stagnieren lässt bzw. unzureichend erhöht, dann ist keine nachhaltige Konsolidierung möglich; das Hochlohnland Deutschland braucht gerade im Vorfeld der EU-Osterweiterung wirtschaftspolitische Impulse zur Produktivitätssteigerung und Wachstumserhöhung.

Wenn der Staat wachstumsverlangsamend in der Ausgabenpolitik wirkt, dann ist ein Wiederansteigen der Neuverschuldungsquote nur eine Frage der Zeit. Dann aber wird die gesamte neue, post-Maastrichter EU-Stabilitätskultur in Frage gestellt, denn wenn Deutschland die Konvergenzkriterien verletzen sollte, dann wird sicher auch in den EU-Partnerländern die politische Neigung zur Reduzierung bzw. Stabilisierung der Schuldenquote zurückgehen. Im übrigen sei daran erinnert, dass das 3 %-Begrenzungskriterium bei der Neuverschuldungsquote ein aus der gewünschten Begrenzung der Schuldenquote (maximal 60 %) abgeleitetes Kriterium ist; es wurde im Zuge des Stabilitäts- und Wachstumspakts dann weiter verschärft.

Ein Land mit Konstellation A, d.h. einer Neuverschuldungsquote von 2 % und einer Wachstumsrate von 4 %, steht also nach der Domar-Analyse langfristig mit derselben Schuldenquote von 0,5 da wie Deutschland, welches unter international günstigen Umständen die Konstellation B, d.h. 1 % Neuverschuldungsquote und 2 % Wachstum, erzielte. Angesichts der hohen Arbeitslosenquote in Deutschland ist naturgemäß die Variante mit 4 % Wachstum unbedingt der Konstellation B mit der niedrigen Wachstumsrate vorzuziehen. Hinzu kommt die Überlegung, dass Euroland bei einer durch wachstumsschädliche Finanz- und Wirtschaftspolitik reduzierten Wachstumsrate wirtschaftlich relativ zu den wachstumsdynamischen USA immer weiter zurückfallen wird bzw. an ökonomischem Gewicht und politischem Einfluss verlieren würde. Dies ist um so problematischer, als die geplante große EU-Osterweiterung unter ungünstigen Umständen ohnehin das Wachstum in der Gemeinschaft nachhaltig abschwächen könnte.

### C. EU-Osterweiterung: Probleme, Risiken und Flankierungsoptionen

Die EU-Osterweiterung dürfte nach dem Willen der EU-Kommission schon in 2004 mit bis zu 10 Neumitgliedern starten; nach dem politischen Willen der französischen Regierung ist gar eine Big-bang-Erweiterung um 12 Länder denkbar. Es dürfte politisch unstrittig sein, dass die osteuropäischen Länder längerfristig Mitglieder der EU werden sollen, aber es ist weder politisch klug noch ökonomisch sinnvoll, eine EU-Osterweiterung um gleich zehn oder zwölf Länder umzusetzen, wo doch die Voraussetzungen für einen beiderseitig wachstumsförderlichen Beitritt bei einer solchen gewaltigen EU-Osterweiterung erkennbar nicht gegeben sind.

Schon die große Zahl von Neumitgliedern ist ein Novum und steht für ein Risiko eigener Art. Aus ökonomischer Sicht spräche im Interesse der EU-15 wie der osteuropäischen Neumitglieder sehr viel dafür, statt einer Mega-Erweiterung auf einen Schlag zwei oder drei kleinere Erweiterungsrunden in der ersten Dekade des 21. Jahrhunderts zu starten und damit die EU-Erweiterung ökonomisch und politisch beherrschbar zu halten, sowie Zeit für institutionelle EU-Reformen bzw. nationale Reformmaßnahmen der Politik bzw. der Tarifpartner zu gewinnen.

Zu den großen drei Risiken einer Mega-EU-Osterweiterung gehören – so weit man im Gefolge einer EU-Mitgliedschaft eine baldige Mitgliedschaft in der Eurozone antizipiert:

- Das Europäische System der Zentralbanken wird in seinem Leitungsgremium bei einer EU-Osterweiterung eine ineffiziente Größenordnung von fast 30 Mitgliedern erreichen – hier droht eine Vertrauens- und Handlungsfähigkeitskrise. Wird durch die ESZB-Erweiterung im Gefolge der EU-Osterweiterung die Stabilitätsorientierung oder die Glaubwürdigkeit und Handlungsfähigkeit der EZB bzw. des ESZB-Rats geschwächt, dann dürfte es im Zuge einer Vertrauenskrise zu Kapitalabflüssen aus der Eurozone und damit zu einer weiteren nominalen und realen Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar kommen.
- Die Neumitglieder haben praktisch alle erhebliche Leistungsbilanzdefizite gegenüber Nicht-EU-Ländern, so dass die EU-Osterweiterung mittelfristig zu einem erhöhten Leistungsbilanzdefizit der erweiterten Eurozone führen wird – dies geht mit einer langfristigen Abwertung einher. Aus theoretischer Sicht ist bei einer nachhaltig verschlechterten Nettovermögensposition von Euroland mit einer realen Abwertung des Euro zu rechnen, und zwar via nominale Abwertung. Das Leistungsbilanzdefizitproblem dürfte den Balassa-Samuelson-Effekt dominieren, der via hohe Produktivitätsfortschritte in der Transformationsländer-Gruppe für eine reale Aufwertung durch einen Anstieg des Preisniveaus bzw. des Preises nichthandelsfähiger Güter in Transformationsländern mit hohem Wachstum spricht.

- Die EU-Osterweiterung könnte via Anstieg der EU-Strukturfonds wachstumsbremsend in der EU-X wirken.

Die osteuropäischen Transformationsländer haben in einer ersten Transformationsphase feste Wechselkurse als nominalen Anker bzw. Mittel zur Stabilisierung der Inflationserwartungen – in Verbindung mit einer neuen stabilitätsorientierten Geldpolitik – eingeführt. Abgesehen von Estland, Litauen und Bulgarien, die ein Currency-Board-System verfolgen (Bulgarien erst nach einer Wirtschaftskrise mit Hyperinflation Mitte der 90er Jahre) gilt: In einer zweiten Phase haben die meisten Transformationsländer eine gewisse Kursflexibilität eingeführt, wobei man teilweise crawling pegs bzw. gleitende Abwertungsprogramme mit Bezug auf einen Wechselkurskorridor oder eine einzige Währung einführte. Polen hat in 2000 vollständig flexible Wechselkurse eingeführt, Ungarn hat seit 1.10.2001 nicht mehr eine programmierte monatliche Abwertung von 0,2 % pro Monat, sondern einen festen Kurs von 276,1 Forint je Euro, und zwar bei einer Bandbreite von +/-15 %. Dieser Wechselkursmechanismus entspricht dem EWS II. In der geldpolitischen Strategie setzt Ungarn auf ein direktes Inflationsziel.

Nach Realisierung von Restrukturierung, Privatisierung, Liberalisierung und institutionellem Umbau des Wirtschafts- und Politiksystems kann das Anstreben eines Wechselkursmechanismus, der dem EWS-II entspricht, als sinnvoller Kompromiss zwischen dem Ziel der Erreichung von glaubwürdiger Stabilitätspolitik der Notenbank – sie steht wegen der Paritätsfixierung unter Druck, eine niedrige Inflation zu realisieren – und wünschenswerter Flexibilität der Geldpolitik angesehen werden (Ohr 2001).

### *I. Finanzmarktstruktur, ESZB-Struktur und Euroisierung Osteuropas als Problem*

Ein leistungsfähiges profitables Bankensystem in Verbindung mit Kapitalmärkten mit hinreichender zeitlicher Tiefe langfristig hervorzubringen, muss das Ziel eines auf hohes Wachstum ambitionierten Wirtschaftssystems bzw. entsprechender Wirtschaftspolitik sein. Hier ist zunächst in einer ersten Transformationsphase eine erfolgreiche Restrukturierung des Bankensystems notwendig. Nach Angaben der Bank Austria-Creditanstalt haben ausländische Banken zu Beginn des 21. Jahrhunderts in den EU-Beitrittskandidaten Marktanteile von deutlich über 50 % erreicht. Dank des Engagements ausländischer Banken hat die Effizienz, Solidität und Stabilität in den Finanzsystemen der EU-Beitrittsländern zugenommen; dies gilt besonders für Ungarn, Polen und Estland, wo es sehr hohe Anteile ausländischer Direktinvestoren gibt. Hingegen gab es in Tschechien eine relativ langsame Bankenrestrukturierung und -privatisierung unter partieller Einbeziehung ausländischer Investoren, so dass

es zu hohen Sanierungskosten des tschechischen Bankensystems kam – etwa 10 % des Sozialprodukts sind hier anzusetzen; in der Slowakei, die ähnliche Probleme wie Tschechien aufwies, machten die Restrukturierungskosten gar 12 % des Sozialprodukts aus (noch problematischer ist die Situation des EU-Beitrittskandidaten Türkei, wo ausländische Investoren nur einen Anteil von knapp 2 % an den Banken haben; entsprechend schwach ist der Modernisierungsprozess im Bankenbereich in der Türkei ausgefallen).

Eine einseitige Euroisierung osteuropäischer Beitrittsländer ist durchaus denkbar, wobei eine schwache Variante absolut feste Wechselkurse gegenüber dem Euro bedeuten würde, eine extreme Variante nur noch den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel zuließe oder aber auf ein Currency-Board-System auf Euro-Basis setzen würde. Zwar würden alle drei genannten Varianten sicher zu vorübergehend deutlich sinkenden nominalen und realen Zinssätzen führen, was temporär wachstumsförderlich sein könnte. Aber natürlich bedeuten die Varianten Wechselkursfixierung und Currency-Board, dass die Geldpolitik ihre Autonomie aufgibt. Bei einer vollen Euroisierung bleibt ein gewichtiges Risiko bzw. Vertrauensproblem: Da die osteuropäischen Länder nicht selbst Euro via ihre jeweilige Notenbank schaffen können, käme es bei einem Run auf die Banken zu einem absehbaren Desaster – das würde sicher schon im Vorfeld den Übergang zu flexiblen Kursen erzwingen.

Die Nutzung des EWS-II erscheint als sinnvolle mittelfristige Übergangslösung für die Neumitglieder aus Osteuropa. Denn auf dieser Basis ließe sich eine gewisse Autonomie der Geldpolitik wahren, zugleich dürften aber Zinssenkungen in einem solchen System möglich sein, sofern wiederholte Abwertungen vermieden werden. Problematisch könnte mit Blick auf den Abwertungsdruck nicht nur jede deutlich inflationäre Geldpolitik sein, sondern auch zu starke temporäre Aufwertungen, die sich bei starken Kapitalzuflüssen ergeben können.

Auch beim Monetary Condition Index würde es wohl zu erheblichen Verzerrungen führen (Kröger/Redonet 2001), wobei der MCI auf Zinssatz und realen Wechselkurs abstellt. Diese Problematik könnte bei einer EU-Osterweiterung von großer Relevanz sein.

## *II. Einfaches Modell des realen Wechselkurses: Euro-Abwertung durch EU-Osterweiterung?*

Geht man davon aus, dass im Zuge eines einkommensmäßigen Aufholprozesses der relative Preis der nichthandelsfähigen Güter steigt (Balassa-Samuelson-Effekt), dann kann grundsätzlich ein natürlicher Anstieg von  $P^N/P^T$  auf zweierlei Weise zustande kommen:

- (1) Der Preis der nichthandelsfähigen Güter steigt, wobei vereinfachend ein konstanter Weltmarktpreis  $P^T*$  für handelsfähige Güter angenommen sei; dies bedeutet vor allem in schnell wachsenden Ländern einen erheblichen Quasi-Inflationsdruck, der primär erfolgreiche Anpassungsprozesse im realen Sektor widerspiegelt. Hier besteht das Risiko, dass EU-Beitrittsländer den Konvergenztest bei der Prüfung auf Mitgliedschaftsfähigkeit in der Euro-Zone verfehlten (Inflationsrate maximal 1,5 Punkte über der Inflationsrate in den drei preisstabilsten Ländern der Eurozone). Von daher könnte es eine politische Präferenz für ein System mit fixen Paritäten bei breitem Korridor und gelegentlicher Aufwertung bzw. Paritätsanpassung geben, wie es bei der Alternative (2) denkbar ist.
- (2) Der Preis der handelsfähigen Güter sinkt aufgrund einer trendmäßigen nominalen Aufwertung – bei annahmegemäß konstantem Weltmarktpreis in Dollar, was zugleich zu einem relativ hohen Kapitalzufluss führen wird. Er gibt sich ein Nettkapitalzufluss, so darf das Außenhandelsdefizit nur eine mit der Aufwertung konsistente beschränkte Größenordnung erreichen. Sehr hohe Direktinvestitionszuflüsse in der Industrie sind mit diesem Erfordernis wohl nicht zu vereinbaren, da ausländische Investoren in einer ersten Aufbau- und Expansionsphase zu hohen Nettogüterimporten (via eine Vielzahl importierter Maschinen und Vorprodukte) beitragen. Eine Strategie der Förderung hoher Direktinvestitionen ist von daher nur dann konsistent, wenn es über Mindestexportklauseln für Direktinvestoren gelänge, die negativen Leistungsbilanzwirkungen in Grenzen zu halten. Dem steht allerdings eine WTO-Mitgliedschaft in der Regel ebenso entgegen wie EU-Vorgaben für prospektive Neumitglieder.

Wünschenswert wäre es, dass osteuropäische Neumitglieder vor allem über nominale Aufwertungen die aus Sicht des Balassa-Samuelson-Effekts unvermeidliche reale Aufwertung realisieren. Da das große Pro-Kopf-Einkommensgefälle durch hohes Wachstum in osteuropäischen Neumitgliedsländern reduziert werden sollte, wäre eine wachstumsförderliche Politik in Mittelosteuropa mit einem gewissen Maß an nominaler Wechselkursflexibilität zu kombinieren. Die reale Aufwertung im EWS etwa der spanischen Peseta im Zeitraum 1986–93 betrug immerhin 25 % auf Basis des BSP-Deflators. Wenn man sich ernsthaft vorstellen wollte, dass osteuropäische Länder, die einen ähnlichen oder höheren Aufwertungsbedarf im Zuge des ökonomischen Aufholprozesses zu Beginn des 21. Jahrhunderts haben, bei Erfüllung des Konvergenzkriteriums für Preisniveaustabilität ähnliche Aufwertungen realisieren wollten, so ist dies nur über eine nominale Aufwertung sinnvoll möglich. Die Anwendung der Maastrichter Konvergenzkriterien auf die osteuropäischen Beitrittsländer ist von daher sehr fragwürdig (Kröger/Redonet 2001). Es ist zu befürchten, dass die für Transformationsländer ursprünglich gar nicht konzipierten Konvergenzkrite-

rien zu enormen Problemen in den Beitrittsländern bzw. am Ende für die EU selbst führen werden.

Aus modelltheoretischer Sicht ergibt sich nur dann kein Druck für eine reale Aufwertung, und zwar im Sinn eines Anstiegs von  $q = p/(ep^*)$ , wenn das Inland einen Vorsprung beim Produktivitätswachstum im Sektor der handelsfähigen Güter mit einem Rückstand im Produktivitätswachstum der nichthandelsfähigen Güter verbindet. Ein Land wie etwa Ungarn, das sowohl im Industriesektor wie im Dienstleistungssektor hohe Direktinvestitionszuflüsse über viele Jahre aufweist, dürfte aber in beiden Sektoren positive Aufholeffekte verzeichnen, so dass eine reale Aufwertung unvermeidlich ist.

### Modellanalyse

Nimmt man an, dass der reale Wechselkursanstieg  $q$  positiv vom (kumulierten) Nettoexport  $x^{net}$  und negativ von der relativen Innovationsstärke  $a^*$  im Rest der Welt – je größer die Innovationsstärke im Rest der Welt, desto größer der Nettokapitalexport – abhängt, so lässt sich folgende Differentialgleichung (mit positiven Parametern  $b$  und  $a^*$ ) schreiben:

$$(2) \quad dq/dt = bx^{net} - a^*q.$$

Nimmt man nun an, dass der Nettoexport negativ vom realen Wechselkurs abhängt, d.h. dass gilt

$$(3) \quad x^{net} = q^\eta \text{ (mit } \eta < 0\text{)},$$

dann ergibt sich die Differentialgleichung für  $q(t)$ :

$$(2a) \quad dq/dt = bq^\eta - a^*q,$$

$$(4) \quad q(t) = \{C_0 e^{-a^*(1-\eta)t} + b/a^*\}^{1/(1-\eta)}.$$

Der reale Wechselkurs konvergiert und hat den steady-state-Wert  $q\#$ :

$$(5) \quad q\# = (b/a^*)^{1/(1-\eta)}.$$

Im Fall einer kleinen offenen Volkswirtschaft ergäbe sich bei einer unendlich großen Preiselastizität der Nettoexportnachfrage ein gleichgewichtiger realer Wechselkurs von 1. Bei einer unelastischen Nachfrage, wie sie für relativ technologieintensive Güter typisch ist, beträgt  $q\# = b/a^*$ ; ist  $\eta$  dem Betrage nach 1, dann ist  $q\# = (b/a^*)^{1/2}$ . In der Abb. 1 ist die Gleichung 2a dargestellt, und zwar die beiden Summanden auf der rechten Seite des Gleichheitszeichens

als BB-Kurve bzw. AA-Kurve. Ein Gleichgewichtswert  $q^*$  ergibt sich im Schnittpunkt der beiden Kurven ( $E_0$  als Ausgangslage).

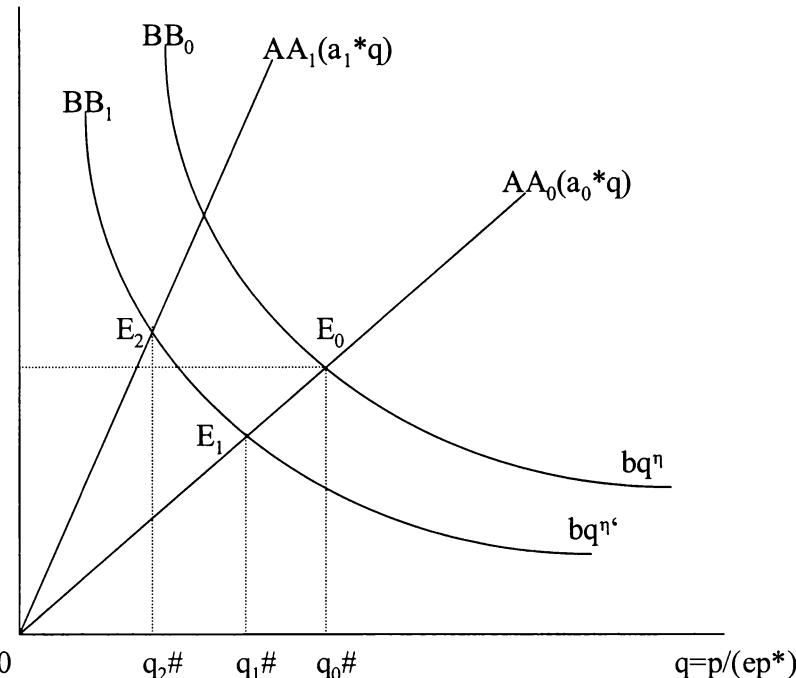


Abb. 1: Modell des realen Wechselkurses ( $dq/dt=bq^n - a*q$ )

Wenn infolge eines erhöhten Anteils standardisierter Exporte am Gesamtexport von Euroland die Preiselastizität des Exports des erweiterten Eurolands steigt, dann wird es zu einer realen Abwertung kommen (siehe Punkt  $E_1$  bzw.  $q_1^*$ ). Ist außerdem, was zu befürchten steht, die Innovationsdynamik in der erweiterten EU geschwächt – etwa weil das Anwachsen der EU-Strukturfonds zu verstärkten Verteilungskämpfen in der EU bzw. erhöhten Rent-seeking-Aktivitäten führt –, dann wird es zu einer realen Abwertung kommen (Sinken von  $q$  auf  $q_2^*$  gemäß Schnittpunkt  $E_2$ ). Wenn die EZB dieselbe Inflationsrate wie die US-Notenbank realisieren sollte, dann impliziert dies eine nominale Abwertung des Euro – der Wechselkurs in der Dimension Euro pro Dollar wird ansteigen. Sowohl eine Erhöhung der Exportpreiselastizität dem Betrage nach als auch eine Erhöhung von  $a^*$  – letzteres etwa infolge eines relativen Absinkens der EU-Innovationsaktivität – wird zu einer Abwertung des Euro führen. Euroland steht mit der EU-Osterweiterung vor einer Situation, in der nach dem Beitritt

von osteuropäischen Neumitgliedern zu Euroland die Preiselastizität der (Netto-)Exporte von Euroland zunehmen dürfte. Der geschilderten Problematik kann durchaus wirtschaftspolitisch entgegengewirkt werden, etwa indem die EU bzw. die Mitgliedsländer der Eurozone verstärkt auf Innovationsförderung und Wachstumspolitik setzen.

#### **D. Wachstumspolitik in Euroland: Notwendige Weichenstellungen rationaler Wirtschafts- und Tarifpolitik**

Die USA haben in den 90er Jahren ein außerordentlich hohes Wachstum über fast die gesamte Dekade realisiert, wobei zwischen 1993 und 2000 jahresdurchschnittlich 4 % Wachstum zu verzeichnen waren; erst in 2001 kam es zu einer konjunkturellen Abschwächung, die z.T. vorangegangene Überinvestitionen widerspiegelt. Euroland hat vor allem dank hoher Wachstumsraten in Spanien, Finnland, Irland und den Niederlanden zu Ende der 90er Jahre ebenfalls einen Zuwachs an Prosperität erlebt. Deutschland allerdings hatte, ökonomisch ein Drittel des Euroraums repräsentierend, im Zeitraum 1994–2000 weniger als 2 % Wachstum zu verzeichnen. Deutschland, Italien und Frankreich haben sich in den 90er Jahren als relativ wachstumsschwache Länder erwiesen, was abgesehen von Deutschland vor allem im Fall Italiens in den späten 90er Jahren enttäuschend ist, da das Land – ähnlich wie Portugal, Spanien und Griechenland – doch in 1998–2000 eine durch das Euro-Projekt bedingte nachhaltige Realzinssenkung verzeichnet hat. Gemäß Herbst-Prognose des IWFs ist für 2001 für Deutschland von 0,8 % Wachstum auszugehen, was die niedrigste Wachstumsrate in Euroland ist. Von daher trägt Deutschland maßgeblich zur niedrigen Wachstumsrate von etwa 1,5 % in 2001 in Euroland bei. Für 2002 ist kaum ein höheres Wachstum zu erwarten.

Die Gründe für die Wachstumsschwäche in Deutschland – von den Sonderproblemen Ostdeutschlands (mit Wachstumsraten, die seit 1997 unter den westdeutschen liegen) sei hier abgesehen – lassen sich in fünf Punkten zusammenfassen:

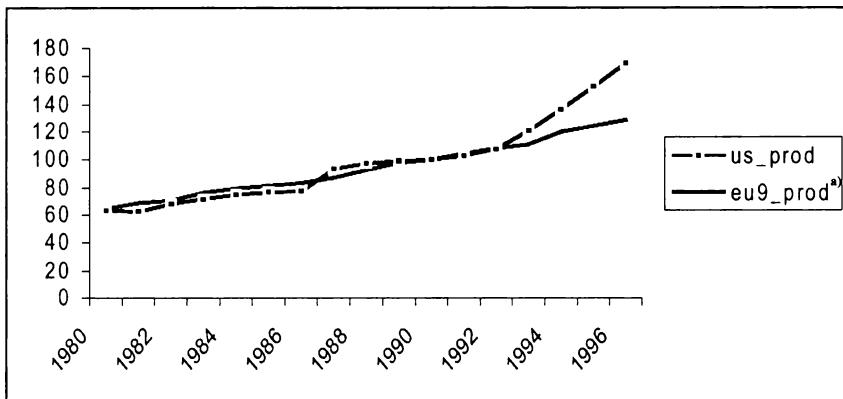
- *Infrastrukturlücke*: Während die USA jährlich eine öffentliche Investitionsquote von 3 % in den 90er Jahren verzeichneten, hatte Deutschland in 2000 zusammen mit Belgien (und Österreich) die niedrigste öffentliche Investitionsquote aller Länder der Euro-Zone, nämlich 1,8 %. Angesichts hoher öffentlicher Investitionen in Ostdeutschland zeigt sich hier eine markante öffentliche Investitionslücke in Westdeutschland, die das Wachstum der privaten Investitionen bremst. Über die Wachstumswirkungen öffentlicher Investitionen liegen diverse Untersuchungen vor. Conrad/Seitz (1992) kommen zu Kostenelastizitäten öffentlicher Investitionen zwischen +0,02 im Dienstleistungssektor bis zu -0,36 für das Verarbeitende Gewerbe; Seitz/Licht

(1995) zeigen, dass die Kostenelastizitäten in Deutschland in Flächenländern größer als in Stadtstaaten sind; Kellermann/Schlag (1998) zeigen positive Wachstumswirkungen von öffentlichen Investitionen auf.

- *F&E-Lücke:* Die Relation von Ausgaben für Forschung und Entwicklung zu Bruttoinlandsprodukt sank von einem Spitzenwert von 2,9 % in 1989 unter Finanzminister Waigel auf 2,3 % in 1998 – unter Finanzminister Eichel ist die F&E-Quote auf sonderbar niedrigem Niveau (zum Vergleich: Schweden: 4 %) geblieben, vor allem weil die Bundes-F&E-Ausgaben nur in homöopathisch geringen Dosierungen gesteigert wurden. Der Logik der veränderten internationalen Arbeitsteilung im Zug der Systemtransformation in den ost-europäischen Staaten bzw. der Beendigung des Kalten Krieges hätte es entsprochen, in Deutschland die Produktion stärker auf wissens- und F&E-intensive Güter auszurichten. Zu beachten ist im übrigen, dass Bund und Länder je hälftig die staatliche Forschungsförderung repräsentieren. Es ist von einer F&E-Quotenlücke von etwa einem Prozentpunkt auszugehen.
- *Bildungslücke:* Deutschland erreichte mit einer Relation von Bildungsausgaben zum Sozialprodukt von 4,7 % in 2000 nur noch gut die Hälfte der OECD-Spitzenreiter in Skandinavien und nur drei viertel des US-Werts. Zwar ist mit Blick auf die erwartete EU-Osterweiterung und die Globalisierungstendenzen seit langem absehbar, dass es im Hochlohnland Deutschland notwendig sein wird, sich stärker auf wissens- und F&E-intensive Produkte zu spezialisieren, aber die entsprechenden Weichenstellungen bei Bund und Ländern sind hierfür bislang völlig ausgeblieben.
- *Lücke bei Informations- und Kommunikationstechnologie:* Deutschland dürfte für Software ähnlich wie Frankreich – hier liegen genaue Zahlen von Seiten der OECD vor – etwa 1,5 % des Sozialprodukts ausgeben. Das ist gerade etwa die Hälfte des USA-Werts zur Mitte der 90er Jahre. Die Computerdichte in Deutschland ist zwar mit die höchste in der EU, aber immerhin nur Dreiviertel des US-Werts. Besonders problematisch ist zudem die im Vergleich zu den USA relativ geringe Internetnutzung in Deutschland (ähnlich in Frankreich und Italien), wo hohe Ortsnetznutzungsgebühren die Internetnutzung ebenso hemmen wie das Fehlen eines günstigen Pauschal tarifs auf Endverbraucher- und Großhandelsebene. Während in 2001 Großbritannien und Spanien günstige Pauschaltarife für Normaltelefonnutzer aufweisen, möchte in Deutschland der Ex-Monopolist nur für DSL-Kunden einen Pauschaltarif anbieten; ein anfängliches Pauschaltarifangebot für Vielsurfer wurde erst von der DT AG, später auch von anderen Internetprovidern in 2001 zurückgezogen. Damit werden Wachstums- und Beschäftigungsmöglichkeiten der Internetdynamik durch ein vom Bund beherrschtes Unternehmen verschenkt, das großen Teilen Ostdeutschlands wegen der dort verlegten Glasfaserkabel – auf die DSL nicht portiert werden kann – einen

Pauschaltarif völlig verweigert (Welfens/Jungmittag 2001, Bunte/Welfens 2002).

- *Produktivitätslücke im Hochtechnologiesektor:* Dieser Sektor, der teilweise mit dem I&K-Sektor überlappt, erreichte in der Mitte der 90er Jahre in Deutschland eine unterdurchschnittliche Arbeitsproduktivität (Welfens 2002). Dieses internationale negative Ausnahmeergebnis unter den führenden Industriestaaten deutet auf Ineffizienzen in der Forschungsförderung und andere Probleme sowie auf mögliche Inflexibilitäten in technologieorientierten mittelständischen Unternehmen hin. Im übrigen gilt auch für die EU insgesamt, dass man gegenüber den USA im Bereich der Hochtechnologie beim Arbeitsproduktivitätswachstum in den 90er Jahren deutlich zurückgefallen ist (siehe Abb. 2; Röger 2002).



<sup>a)</sup> Zu den EU9 gehören Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg und die Niederlande.

Quelle: Röger, W. (2002).

Abb. 2: Rückstand der EU in der Hochtechnologie gegenüber den USA

Die Kombination der fünf aufgezeigten Lücken erreichte im Vergleich zu den USA 4–5 Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts; wenn man alle vier Ausgabenkategorien mit Lücken zusammen mit den Anlageinvestitionen zu einer Investitionsquote im weiteren Sinn zusammenfasst, dann ist die deutsche Investitionsquote i.w.S. in der zweiten Hälfte der 90er Jahre nur drei viertel der US-Investitionsquote gewesen, was die deutsche Wachstumsschwäche weitgehend erklärt. So gesehen liegen auch die wirtschaftspolitischen Konsequenzen auf der Hand. Es gilt also die Investitionsquote – im weiteren Sinn – deutlich zu erhöhen, wobei der Staat in der Internetpolitik, bei der Innovationsförderung, der Bildungspolitik und der Infrastrukturpolitik unmittelbar gefordert ist;

im Rahmen einer neuen wachstumsorientierten Fiskalpolitik, die theoretisch auf der neuen Wachstumstheorie wesentlich aufbauen müsste, gilt es keineswegs, eine Industriepolitik (mit bedenklichen Ineffizienzen) zu realisieren, sondern eine nachhaltige Verbesserung der Wachstumsgrundlagen des Hochlohnlands Deutschland herbeizuführen. Mittelbar ist auch der Staat in der Verantwortung, da es an ihm ist, im Rahmen des Bündnisses für Arbeit in drei Bereichen Reformimpulse zu geben:

- Auflockerung des Flächentarifvertrags, der bislang zu wenig Lohndifferenzierung zwischen den Unternehmen und Regionen ermöglicht,
- Durchsetzung eines vernünftigen Einkommensabstands zwischen Löhnen für Wenigqualifizierte und Sozialhilfesatz, wobei der Staat die Sozialausgaben entsprechend zurückfahren muss,
- größere Flexibilisierung der Arbeitswelt als Basis für eine volle Mobilisierung wachstumsförderlicher Potentiale der Expansion des I&K-Sektors: eine OECD-Studie hat gezeigt, dass erst die Verbindung von hoher I&K-Dynamik und Reorganisationsbereitschaft hohe Produktivitätsgewinne bringt.

Deutschland ist bei den realen Lohnstückkosten gegenüber anderen Ländern der EU bzw. der Eurozone in den späten 90er Jahren zurückgefallen. Relativ schwaches Wachstum der Arbeitsproduktivität ist hierbei ein wesentlicher Aspekt; Flexibilisierungsmaßnahmen am Arbeitsmarkt und stärkere Lohndifferenzierung sind geeignete Teilaufnahmen zur Beschleunigung des Strukturwandels und zur Erhöhung der Investitionsquote. Unverzichtbar ist aber eine eigenständige Wachstumspolitik von Bund und Ländern.

Weshalb ist Wachstumspolitik in Deutschland bzw. Euroland erforderlich? Sie ist im Sinn einer Paketlösung erforderlich, um die seit über zwei Jahrzehnten bestehende hohe Arbeitslosigkeit zu reduzieren; sollte erst einmal die Vollbeschäftigung wiederhergestellt sein, so könnte man durchaus seitens der Politik eine eher passive Wachstumspolitik im Sinn einer Beseitigung von Wachstumshemmnissen befürworten. Verantwortlich für die hohen Arbeitslosenquoten sind einerseits die Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände, andererseits die Länderregierungen – ausdrücklich nicht dort, wo in den 90er Jahren und zu Beginn des 21. Jahrhunderts fast Vollbeschäftigung herrschte, nämlich in Bayern, Baden-Württemberg und Hessen.

Gemäß den vorstehenden Überlegungen wäre eine vollständige oder partielle Regionalisierung der Arbeitslosenversicherung sinnvoll. Denn dann könnten Regierungen einzelner Bundesländer nicht länger darauf spekulieren, dass verfehlte Weichenstellungen in der Wirtschaftspolitik eines Landes durch von Beitragszahlern im Gesamtstaat abgefедerte Transferzahlungen via Arbeitslosenversicherung abgeschwächt würden. Damit stiegen die regionalen Differentiale in den verfügbaren Einkommen, denn in Vollbeschäftigungsländern könnten

die Beitragssätze zur Arbeitslosenversicherung relativ niedrig ausfallen. In Ländern mit hohen Arbeitslosenquoten würden sie hingegen höher als bisher ausfallen. Dies wiederum dürfte migrationsförderlich wirken, wobei gleich an die Abschaffung migrationshinderlicher Anreize, wie etwa der Grunderwerbssteuer, zu denken wäre. Bei einer regionalisierten Arbeitslosenversicherung (Welfens 1998) ist auch davon auszugehen, dass von Seiten der Politik stärkerer Druck auf die Tarifvertragsparteien ausgeht, auf beschäftigungsschädliche überzogene Lohnsteigerungen bzw. unzureichende Lohndifferenzierungen zu verzichten. Die Forderung nach Einführung regionaler Arbeitslosenversicherungssysteme bezieht sich vernünftigerweise nicht nur auf Deutschland, sondern sollte mit Blick auf alle Mitgliedsländer der Euro-Zone geprüft werden.

## E. Perspektiven

Der Start von Euro und EZB in 1999–2001 kann im wesentlichen als gelückt bezeichnet werden. Die zeitweilige Euro-Schwäche in 1999/2000 ist wesentlich auf den damaligen Wachstumsvorsprung der USA gegenüber Deutschland bzw. Euroland zurückzuführen. Hätte es die DM als eigenständige Währung 1999/2000 noch gegeben, so dürfte sie in ähnlicher Weise gegenüber dem Dollar kurzmäßig nachgegeben haben, wie dies der Euro tat; jedenfalls war die DM seit der deutschen Wiedervereinigung und vor dem Hintergrund des monetären Ansatzes der Wechselkursbestimmung fundamental abwertungsreif, sobald klargeworden war, dass die Wiedervereinigung keineswegs zu einer nachhaltigen Erhöhung des Wachstums in Deutschland beitragen würde.

Der Euro wies gegenüber dem Dollar in 1999/2000 eine weitgehend zyklisch zu erklärende vorübergehende Schwäche auf, die auf die relativ hohen US-Zinssätze und -Aktienkurse zurückführbar ist. Hierfür gibt es beachtliche empirische Evidenz auf Basis eines Modells (Welfens 2001), das auch einen guten Out-of-sample-Forecast – im Gegensatz zu vielen anderen Modellen – erlaubt.

Anders als gegenüber dem Dollar ist die Euro-Schwäche gegenüber dem Schweizer Franken strukturell bedingt: Der Schweizer Franken hat in 1999–2000 eine nachhaltige reale Aufwertung erfahren, da nach dem Start von Euro und EZB in Europa nur noch die Schweiz (mit Einschränkung Luxemburg) mit sicheren anonymen Nummernkonten lockt.

Während der konjunkturellen Delle einige Beachtung in der Öffentlichkeit zukommt, wird die Wachstumsschwäche Deutschlands bislang kaum wahrgenommen; das Thema ist seit Jahren verhängnisvollerweise nicht auf der Agenda. Die Spalte des Finanzministeriums hat das Thema seit Jahren souverän ignoriert; Finanzminister Eichel hat in seinem Konvergenzbericht 2000 das Thema Wachstum gerade mit einem Satz erwähnt.

Unabdingbar, auch im Sinn des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes ist es, dass man die öffentlichen Investitionsausgaben real nicht länger kürzt, sondern deutlich anhebt. Es ist geradezu grotesk, dass Deutschland in 1999/2000 zusammen mit Belgien die niedrigste öffentliche Investitionsquote in Euroland hatte, und zwar knapp unter 2 %, womit man einen ganzen Prozentpunkt vom längerfristigen Wert der USA in den 90er Jahren entfernt lag.

Finanzminister Eichel hat bei einer im internationalen Vergleich als unproblematisch anzusehenden Schuldenquote von 60 % mit seinem Modewort von einer angeblichen Schuldenfalle die politische Priorität auf energisches Reduzieren der Neuverschuldungsquote gesetzt. Aus ökonomischer Sicht mag es Argumente für eine Reduzierung der Schuldenquote bzw. der Neuverschuldungsquote geben – etwa die Überlegung, dass nur Konsolidierungsdruck zu einer Senkung der wachstumsfeindlich hohen Steuer- und Staatsquote führt.

Die Art der vom deutschen Finanzminister gewählten Haushaltskonsolidierung, nämlich über wachstumsschädliche Kürzung öffentlicher Investitionen (sie sind in den letzten Jahren sogar in absoluten preisbereinigten Zahlen gesunken!), ist aus wissenschaftlicher Sicht nachweislich ungeeignet, die Schuldenquote zu stabilisieren, wie die ein halbes Jahrhundert alte Domar-Analyse zeigt. Wer die Neuverschuldungsquote in wachstumsschädlicher Weise durch Kürzung der öffentlichen Investitionsquote – und das Unterlassen erhöhter Forschungs- und Bildungsausgaben – reduziert, der könnte am Ende sogar bei einer höheren Schuldenquote landen. Eine wachstums- und stabilitätsfreundliche Finanzpolitik für den Standort Deutschland und die Eurozone ist dies jedenfalls nicht.

Erfolgversprechend wäre eine wachstumsorientierte Strategie mit vier Eckpunkten:

- Erhöhung der öffentlichen Investitionsquote um rund einen Prozentpunkt auf 3 % des Bruttoinlandsprodukts.
- Erhöhung der F&E-Quote auf rund 4 %, was eine deutliche Erhöhung der Innovationsförderung bei Bund und Ländern erfordert. Notwendig wäre eine gleichzeitige Effizienzerhöhung der Forschungsförderung, die weniger als bisher auf Subventionen für Großunternehmen, sondern stärker auf eher betriebsgrößenneutrale Steuervergünstigungen für forschende Unternehmen setzen sollte.
- Erhöhung der Bildungsausgabenquote, wobei hier vor allem die Länder gefordert sind – zumindest eine neue Bundeswehruniversität für die Neuen Länder wäre zusätzlich aus Bundesmitteln erwägenswert. Die Ermutigung neuer privater Universitäten und umfassende Reformen im staatlichen Universitätssystem sind dringlich.
- Eigenständige Internetpolitik, die energisch einen Pauschaltarif bei der schmal- und breitbandigen Internetnutzung durchsetzen und mittelfristig ei-

nen breitbandigen Universaldienst einführen sollte, durch den alle Haushalte einen schnellen Internetzugang erhalten. Deutschland, das nach OECD-Angaben noch Ende der 90er Jahre im I&K-Sektor im hinteren Drittel rangierte, könnte durch diese und andere Maßnahmen in das Spitzendrittel aufrücken, wo bislang die USA, die skandinavischen Länder, Großbritannien, Irland und Korea dominieren.

Die im Zuge einer aktiven Wachstumspolitik notwendigen Ausgabenerhöhungen beim Staat wären mit temporären Kürzungen beim Staatskonsum bzw. den Subventionen und den staatlichen Sozialausgaben zu verbinden, damit die Defizitquote unter 3 % bleibt und mittelfristig ein ausgeglichener Haushalt erreicht werden kann. Auch die Vollprivatisierung der Deutschen Telekom ist aus budgetären Gründen wie aus ordnungs- und wachstumspolitischen Gesichtspunkten heraus sinnvoll.

Die temporäre Kürzung der Sozialausgaben liefe allerdings keineswegs auf eine langfristige Reduzierung der Sozialausgaben-Bedürftigen-Relation hinaus. Vielmehr würde eine wachstumsförderliche Strategie eine Stabilisierung der Schuldenquote (oder, falls gewünscht, eine Rückführung) erreichen und im Zuge der wachstumsbedingten Steuermehreinnahmen u.U. auch einen langfristigen Anstieg der realen Sozialausgaben pro Bedürftigen bzw. pro Arbeitnehmer.

Deutschland geht im Vorfeld der EU-Osterweiterung schwierigen Zeiten entgegen. Die rot-grüne Regierung, die drei Jahre Zeit hatte, viele Versäumnisse der Kohl-Regierung zu korrigieren, hat wenige vernünftige Weichen für mehr Wachstum und Beschäftigung gestellt – spätestens mit den geringen Wachstumswerten für 2001 und 2002 wird dies offensichtlich. Im Vergleich zu erfolgreichen Reform- und Wachstumsländern wie den Niederlanden oder Schweden, von den USA ganz zu schweigen, hat Deutschland einen enormen Rückstand. Wenn niemand den Finanzminister an der Fortsetzung seines verfehlten finanziellen Kurses hindert, könnte Deutschland in 2006 bei 5 Millionen Arbeitslosen sein. Denn eine Wachstumsrate unter 1,5 % bedeutet unweigerlich einen Zuwachs bei den Arbeitslosenzahlen.

Zu den wichtigsten strategischen Fragen für Euroland auf mittlere Sicht gehört die Mitgliedschaft Großbritanniens und damit des Finanzplatzes London in der Eurozone. Wenn es zu einer frühen Osterweiterung der Eurozone käme, und zwar bevor die Mitgliedschaft Großbritanniens positiv geklärt ist, dürfte ein britischer Euro-Beitritt für Jahrzehnte unwahrscheinlich sein. Denn eine solche Osterweiterung der Eurozone wird den Euro vermutlich auf Jahre schwächen und ihn damit in den Ruf einer Abwertungswährung bringen, womit eine Euro-Mitgliedschaft in Großbritannien politisch wohl unverkäuflich würde. Schon in den späten 90er Jahren machte man in Großbritannien die Erfahrung, dass man ohne Euro auch eine sehr niedrige Inflationsrate haben kann – wesentlich wohl dank der neuen politischen Unabhängigkeit der Bank of England – und zugleich ein relativ hohes Wachstum zu realisieren vermag.

Bei der EU-Osterweiterung gilt es, einerseits ein klares politisches Signal zu setzen, dass man die beitrittsreifen Länder Osteuropas bereitwillig in das EU-Integrationsprojekt aufnimmt. Andererseits sollte man den Erfolg der Währungsintegration nicht leichtfertig aufs Spiel setzen, indem man eine rasche und schlecht vorbereitete Osterweiterung der Eurozone vornimmt. Es ist im Interesse hoher Beschäftigung und steigender Gewinne bzw. Realeinkommen unerlässlich, dass vor allem die wachstumsschwachen Kernländer der Eurozone, nämlich Deutschland und Italien, energische Reformfortschritte auf Basis der Neuen Wachstumstheorie betreiben. Hierbei geht es nicht um Industriepolitik, sondern um die Verringerung von Wachstumsbarrieren, um eine wachstumsförderliche Ausgabenstruktur des Staates sowie um wachstumsförderliche Arbeitsmarktreformen. Auf die politische Agenda ist das Thema Wachstumspolitik bis Anfang 2002 in Deutschland nicht gelangt. Wenn man die üblichen Zeitverzögerungen der Wirtschaftspolitik bedenkt, so ist eine durchdachte Wachstumspolitik nicht vor 2004 zu erwarten. Es liegt an der Wissenschaft einerseits und den Verbänden andererseits, im Interesse des Standorts Deutschland bzw. der Eurozone, die Debatte zur Wachstumspolitik im digitalen Zeitalter anzuschieben. Im übrigen besteht hier durchaus – auf Basis der Neuen Wachstumstheorie – auch Forschungsbedarf.

### **Anhang: Neue Wachstumstheorie – ein hybrides neues Wachstumsmodell für eine offene Volkswirtschaft**

Die folgende Analyse basiert auf Welfens (2001), Information & Communication Technology and Growth: Some Neglected Dynamic Aspects in Open Digital Economies, EIIW Paper No. 91, forthcoming in: Audretsch, D. and Welfens, P.J.J. (eds.) (2002): The New Economy and Economic Growth in the US and Europe, Heidelberg and New York.

In der nachfolgenden Analyse wird eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion mit einem arbeitsvermehrenden technischen Fortschritt  $A(t)$  zugrundegelegt, wobei nicht, wie in neoklassischen Modellen üblich, eine exogene Wachstumsrate  $dA/dt/A = a$  verwendet wird, sondern es erfolgt – wie in Modellen der Neuen Wachstumstheorie gängig – eine (neuartige) Endogenisierung des technischen Fortschritts. Auf Basis der Annahme eines ausgeglichenen Budgets und eines ausgeglichenen Leistungsbilanzsaldo und konstanter Abschreibungsrate  $\delta$  auf Realkapital bildet allerdings auch ein neoklassisches Wachstumsmodell mit einer Sparfunktion  $S=sY$  die Grundlage der Analyse, in die dann eine Fortschrittsfunktion einbezogen wird; somit haben wir ein hybrides Modell entwickelt.

Die Fortschrittsfunktion geht davon aus, dass die Wachstumsrate des technischen Fortschritts  $a$  einerseits einer Verfallsrate  $\mu$  unterliegt, dass andererseits aber die Exportquoten des Inlands ( $X/Y$ ) und des Auslands ( $X^*/Y^*$ ) bzw. die Importquote des Inlands ( $J/Y$ ) sowie die Relation von Forschern  $R$  zu Bevölkerung  $L$  zur Erhöhung der Wachs-

tumsrate des technischen Fortschritts beträgt. Eine Erhöhung der Importquote bedeutet eine Wettbewerbsverschärfung im Bereich handelbarer Güter, was zu einem verstärkten Innovationswettbewerb und daher einer erhöhten Rate des technischen Fortschritts beitragen dürfte. Auch eine Erhöhung der Exportquote, die etwa die verbesserte Ausschöpfung statischer und dynamischer economies of scale ermöglicht, lässt einen Anstieg der Fortschrittsrate erwarten – wie überhaupt ein steigender Handel mit arbeitsintensiven Produkten de facto indirekt und direkt arbeitsvermehrend wirken dürfte. Mit Blick auf das Internet bzw. die digitale Festnetz- und Mobiltelefonie ist anzumerken, dass gerade diese Entwicklungen zu einer beschleunigten internationalen Diffusion von Wissen beitragen und damit zu einem verschärften Innovationswettbewerb beitragen könnten, von daher bedeutet die Internetexpansion höhere Handelsquoten einerseits, aber auch einen Anstieg der relevanten Elastizitätsparameter andererseits. Es gibt empirische Untersuchungen auf Basis des Gravitationsmodells des Außenhandels, die die handelsförderliche Wirkung internationaler Telekommunikationsverbindungen für OECD-Länder nachweisen (Welfens/Jungmittag 2001 und 2002) – in der Telekommunikation haben sich ja gerade nach 1998 erhebliche Liberalisierungen, und zwar bei starken Preissenkungen für internationale Telekomdienstleistungen, in Europa, Lateinamerika und Asien ergeben. Des weiteren wurden auch handelsschaffende Effekte des Internets bzw. der Internethostdichte auf Basis von Gravitationsmodellen für OECD- und Schwellenländer nachgewiesen (Freund/Weinhold 2000).

$$(1.A) \quad da/dt = \{[(X/Y)(X^*/Y^*)]\theta (R/L)\omega\}a\Omega - \mu a.$$

Es werden positive Exponentialparameter angenommen, zudem  $0 < \Omega < 1$ . Wir verwenden standardmäßige Export- und Importfunktionen, nämlich  $X=xY^*$  bzw.  $X^*=xY^*$ . Von daher lässt sich die Fortschrittsfunktion schreiben als:

$$(2.A) \quad da/dt = \{[xx^*]\theta (R/L)\omega\}a\Omega - \mu a.$$

Die Lösung dieser Bernoulli-Differentialgleichung, die gegen eine steady-state-Lösung konvergiert, lautet:

$$(3.A) \quad a(t) = \{C_0e^{-\mu(1-\Omega)t} + [[xx^*]\theta (R/L)\omega]/\mu\} 1/(1-\Omega).$$

Die steady-state-Lösung für  $a$  lautet:

$$(4.A) \quad a^* = \{[[xx^*]\theta (R/L)\omega]/\mu\} 1/(1-\Omega).$$

Die Wachstumsrate hängt also positiv von den Exportquoten und der Forscherquote  $R/L$  ab. Wir betrachten nun des weiteren eine Wirtschaft mit konstanter Bevölkerung mit einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion  $Y = K^\beta(AL)^{1-\beta}$ , wobei wir in Übereinstimmung mit der neoklassischen Theorie (Jones 1998) als steady-state für  $y^* = Y/L$  erhalten ( $e = \text{Euler-Zahl}$ ):

$$(5.A) \quad y^* = e^{a\#} [s/(a+\delta)] (\beta/(1-\beta)),$$

$$(6.A) \quad \ln y\# = t \{ [[xx^*]^{\theta} (R/L)^{\omega}] / \mu \}^{1/(1-\Omega)} + [s/(a+\delta)] (\beta/(1-\beta)),$$

$$(7.A) \quad y\# = e^{\left( \frac{(xx^*)^{\theta} (\frac{R}{L})^{\omega}}{\mu} \right)^{\frac{1}{1-\Omega}}} \cdot e^{\left( \frac{s}{a+\delta} \right)^{\frac{\beta}{1-\beta}}}$$

Die Sparquote beeinflusst positiv, die Abschreibungsraten auf Realkapital negativ das Niveau des Wachstumspfades; die Wachstumsrate selbst hängt positiv von den Exportquoten und der Relation Forscher zur Bevölkerung und negativ von der Abschreibungsraten  $\mu$  ab.

Im Zuge der Euro-Einführung ist eine Erhöhung der Intra-Exportquoten der Eurozone zu erwarten, was vor dem Hintergrund des Modellansatzes zu einer permanenten Erhöhung der Wachstumsrate führen wird. Ob die Relation R/L ansteigt, ist eine offene Frage: Einerseits dürfte die Währungsunion die Herausbildung von EU-Großunternehmen begünstigen, die typischerweise eine höhere Forschungsintensität aufweisen als kleine und mittlere Unternehmen; andererseits hat der Euro eine Intensivierung des Preiswettbewerbs zur Folge, was die Gewinnmargen der Unternehmen reduziert und möglicherweise zur Einschränkung von Innovationsaktivitäten führt, die kurzfristig die Ertragsrechnung belasten – in der Regel eben nur langfristig die Unternehmensrendite verbessern. Naturgemäß kann der Staat über eine erhöhte Innovationsförderung die Relation R/L stimulieren.

Die Einführung des Internets kann als ein Regimewechsel bei der Informationsverarbeitung und der internationalen und nationalen Vernetzung technologieintensiver Unternehmen gesehen werden, so dass sich die Exponenten der entsprechenden Funktionen erhöhen. Die Innovationsdynamik dürfte allerdings in einzelnen Ländern unterschiedlich stark zunehmen, wobei insbesondere Länder mit relativ inflexiblen Arbeitsmärkten nur relativ begrenzte positive Effekte von der Internetexpansion bzw. der steigenden Rolle des Sektors der Informations- und Kommunikationstechnologie realisieren (Arnal/Ok/Torres 2001).

## Zusammenfassung

Die EU befindet sich zu Beginn des 21. Jahrhunderts an kritischen Weichenstellungen: Zwar ist der Start von Euro und EZB insgesamt gelungen. Aber es ist offen, ob nachhaltige Stabilität bei Vollbeschäftigung und niedriger Inflationsrate erreicht werden kann. Im globalen Institutionenwettbewerb ist die EZB, die bereits erhebliche Reputation hat, von der FED noch entfernt. Da die EU-Osterweiterung, die ihrerseits erhebliche Probleme, aber auch neue Chancen für Prosperität und Wachstum mit sich bringt, vermutlich relativ rasch umgesetzt wird, stellt sich die Frage einer Erweiterung der Eu-

rozone schon in wenigen Jahren – damit bringt die EU-Osterweiterung nicht nur ökonomische Herausforderungen, sondern auch einen Test auf Reformfähigkeit von EZB bzw. ESZB. Es ist zu befürchten, dass bei sehr schneller Eurozonen-Erweiterung die EZB-Glaubwürdigkeit reduziert und die Chancen für einen baldigen Euro-Beitritt Großbritanniens gefährdet werden. Probleme einer nachhaltigen Euro-Schwäche werden – auch vor dem Hintergrund der EU-Osterweiterung – anhand eines einfachen neuen Modells thematisiert. Unabdingbar für ein dauerhaftes Gelingen von Währungsunion und EU-Osterweiterung sind wachstumsförderliche Reformen in Ländern mit Wachstumsschwäche, vor allem in Deutschland – dort aber fehlt Problembeusstsein in der Wirtschaftspolitik, und es ist eine konzeptionslose und wachstumsschädliche Politik realisiert worden.

## Summary

The EU is facing crucial challenges at the beginning of the 21<sup>st</sup> century. While the start of the Euro and the ECB has been successful, it is unclear whether there will be long term stability with full employment and low inflation. The institutional benchmark for the ECB – which already has achieved high reputation – is the FED with its unmatched credibility. Facing EU enlargement means not only a major challenge for the Community but for the ECB and the ESCB, as well. A very fast enlargement of the ESCB could undermine the credibility of the ECB. Moreover, it would undermine prospects to get the UK into the Euro zone. We discuss some key problems of a sustained weakness in the context of EU eastern enlargement on the basis of a new simple model. There can be no long term success of the monetary union and the EU eastern enlargement if countries with weak growth trends are not embracing adequate reforms; this holds particularly for Germany, where, however, policymakers have failed to put the problem on the agenda, which undermines growth in Germany and Euroland.

## Literaturverzeichnis

- Arnal, E./Ok, W./Torres, R. (2001): „Knowledge, Work Organisation and Economic Growth“, Labour Market and Social Policy Occasional Paper No. 50, Paris: OECD.*
- BIS – Bank for International Settlements (2001): Annual Report, Basel.*
- Bunte, H.-J./Welfens, P.J.J. (2002): Wettbewerbsdynamik und Marktbegrenzung auf Telekommunikationsmärkten, Heidelberg und New York: Springer.*
- Clausen, V. (2002): „Unterschiedliche makroökonomische Strukturen, wirtschaftliche Integration und einheitliche Geldpolitik in Europa“, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Band 222, Heft 1, S. 1–21.*
- Conrad, K./Seitz, H. (1992): „The Public Capital Hypothesis. The Case of Germany“, Recherches Economiques de Louvain, No. 58, S. 309–327.*

- Domar, E.* (1944): „The Burden of the Debt and the National Income“, American Economic Review, Vol. 34., No. 4., S. 798–827.
- Freund, C./Weinhold, D.* (2000): „On the effect of the Internet on international trade“, International Finance Discussion Papers No. 693, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Jones, C.* (1998): Introduction to Economic Growth, London.
- Kellermann, K./Schlag, C.-H.* (1998): „Produktivitäts- und Infrastruktureffekte öffentlicher Sachinvestitionen“, Kredit und Kapital, Nr. 31, S. 315–342.
- Kröger, J./Redonet, D.* (2001): „Exchange Rate Regimes and Economic Integration: The Case of Accession Countries“, CES ifo, München.
- Ohr, R.* (2001): Währungssysteme, Währungspolitik und Währungsrisiken in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern“, in: Caesar, R./Heinemann, F. (Hrsg.): EU-Osterweiterung und Finanzmärkte, Baden-Baden, S. 63–80.
- Röger, W.* (2002): „Structural Changes and New Economy in EU and US“, in: Audretsch, D.B./Welfens, P.J.J. (Hrsg.): The New Economy and Economic Growth in the US and Europe, Heidelberg and New York (in Druck).
- Seitz, H./Licht, G.* (1995): „The Impact of Public Infrastructure Capital on Regional Manufacturing Costs“, Regional Studies, No. 29 (3), S. 231–240.
- Welfens, P.J.J.* (1998): „Towards Full Employment and Growth in the European Union“, in: Addison, J.T./Welfens; P.J.J. (Hrsg.): Labor Markets and Social Security, Heidelberg and New York: Springer.
- (2001): „Information & Communication Technology and Growth: Some Neglected Dynamic Aspects in Open Digital Economies“, EIIW Paper No. 91, erscheint in Audretsch, D. and Welfens, P.J.J. (eds.) (2002): The New Economy and Economic Growth in the US and Europe, Heidelberg and New York (in Druck).
  - (2002): „Wachstumsdynamik und Wachstumspolitik in der Triade“, erscheint in: Gries, T./Jungmittag, A./Welfens, P.J.J. (Hrsg.): Strukturwandel, Wachstumsdifferenzierung und neue Wachstumspolitik, Heidelberg and New York (in Druck).
- Welfens, P.J.J./Jungmittag, A.* (2001): Internetdynamik, Telekomliberalisierung und Wachstumspolitik, Heidelberg and New York.
- (2002): „Europäische Telekomliberalisierung und Außenhandel. Theorie, Gravitationsansatz und Implikationen“, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik (in Druck).

# Wechselkurspolitik für den Weg in die Europäische Währungsunion

Von Peter Bofinger und Timo Wollmershäuser

## A. Einleitung

In mehreren Beiträgen (Bofinger/Wollmershäuser 2001a und 2001b) haben wir ein einfaches System für Geld- und Wechselkurspolitik in kleinen offenen Volkswirtschaften entwickelt. In diesem Aufsatz werden wir eine erweiterte Version dieses Grundmodells präsentieren, um alternative Politikstrategien zu diskutieren: direktes Inflation Targeting bei vollständig flexiblen Wechselkursen, Managed Floating und absolut feste Wechselkurse.

Da wir das Regime des Managed Floating für Länder entwickeln, die bereits relativ weit im Transformationsprozess fortgeschritten sind, werden wir zusätzlich seine Kompatibilität mit den Rahmenbedingungen des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems II (WKM II) diskutieren. Der WKM II wird derzeit, unabhängig von der länderspezifischen Wechselkursstrategie, als der adäquate Rahmen auf dem Weg in Richtung Teilnahme an der Europäischen Währungsunion angesehen. Wir zeigen, dass einige Elemente des WKM II für eine Politik des Managed Floating gut geeignet sind: einerseits bieten die weiten Bänder um die Leitkurse eine hohe wechselkurspolitische Flexibilität; andererseits verhindert die Anforderung, dass bei Paritätsänderungen alle Seiten zustimmen müssen, konkurrierende Abwertungen. Allerdings bietet eine Mitgliedschaft im WKM II relativ wenig Unterstützung für eine Politik des Managed Floating gegenüber dem Euro, da die Interventions- und Kreditmechanismen des WKM II immer noch sehr stark von denen des ursprünglichen WKM (1979–98) mit engen Bändern und einer hegemonialen Bundesbank geprägt sind. Deshalb schlagen wir einige Modifikationen des WKM II vor, die das System für Beitrittskandidaten und aktuelle Mitglieder der Europäischen Währungsunion gleichermaßen attraktiv machen.

Um von den positiven Effekten eines solchen modifizierten Systems möglichst früh profitieren zu können, plädieren wir für eine baldige Teilnahme am

WKM II, für die unseres Erachtens eine vorherige EU-Mitgliedschaft nicht notwendig ist. Da der WKM im Vertrag nicht gesetzlich verankert ist, bedarf es lediglich einer Resolution des Rates und einer Anpassung der WKM II-Vereinbarungen der EZB.

## B. Ein sehr einfaches Modell für flexibles Inflation Targeting in einer offenen Volkswirtschaft

Im Folgenden präsentieren wir ein einfaches Modell zur Analyse von Geld- und Wechselkurspolitik in kleinen offenen Volkswirtschaften. Ein entscheidendes Merkmal des Modells ist, dass es komparativ-statistischer Natur ist. Aus unserer Sicht hat diese Einfachheit, die auch das Mundell-Fleming Modell charakterisiert, den Vorteil, dass die zugrundeliegenden Zusammenhänge deutlicher dargestellt werden können als bei Zugrundelegung eines komplexeren Modellaufbaus.

Der Kern des Modells ist die Bestimmung der aggregierten Nachfrage durch einen Monetary Conditions Index (MCI), den wir als Linearkombination des realen Zinssatzes ( $r$ ) und der Veränderung des realen Wechselkurses ( $\Delta q$ ) definieren:

$$(1) \quad MCI = r - \delta \Delta q,$$

wobei  $\delta > 0$  ist. McCallum (2000) verweist auf den Vorteil dieser Variante des MCI, wonach beide Elemente die gleiche Dimension haben. Für die aggregierte Nachfrage nehmen wir an, dass die Outputlücke negativ vom realen Zinssatz und positiv von einer realen Abwertung ( $\Delta q > 0$ ) beeinflusst wird. Weiterhin kann ein zufälliger Nachfrageschock ( $\varepsilon_1$ ) auftreten:

$$(2) \quad y = a - br + c\Delta q + \varepsilon_1$$

mit  $a, b$  und  $c > 0$ . Der Parameter  $a$  reflektiert die Möglichkeit positiver neutraler Werte für  $r$ <sup>1</sup>. Mit unserer Definition des MCI aus Gleichung (1) kann die aggregierte Nachfrage auch folgendermaßen formuliert werden:

$$(3) \quad y = a - bMCI + \varepsilon_1$$

---

<sup>1</sup> Zu denken ist hier an einen neutralen Wicksellianischen Zinssatz, der mit einem Outputgap von Null und somit mit Vollbeschäftigung kompatibel ist. Zusätzlich wäre auch die Einführung eines Samuelson-Balassa-Effekts möglich, so dass eine reale Aufwertung in einem bestimmten Umfang keinen Einfluss auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit und somit auf die aggregierte Nachfrage hat.

falls  $\delta$  gleich  $c/b$  ist. Die Inflationsrate wird durch einen einfachen Phillipskurvenzusammenhang bestimmt, der zufälligen Angebotsschocks ( $\varepsilon_2$ ) unterliegt:

$$(4) \quad \pi = \pi_0 + dy + \varepsilon_2,$$

wobei  $\pi_0$  das Inflationsziel der als glaubwürdig geltenden Notenbank ist und  $d > 0$ .<sup>2</sup> Das Problem der Notenbank besteht nun darin, ihr Instrumentarium so zu gestalten und anzupassen (und daher auch den MCI), dass eine Verlustfunktion,

$$(5) \quad L = (1 - \gamma) (\pi - \pi_0)^2 + \gamma y^2,$$

die die Endziele der Notenbank enthält, minimiert wird. Dieses sog. „flexible inflation targeting“ (Svensson 1999) führt zu einem optimalen MCI,

$$(6) \quad MCI^{opt} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma - 1)}{b[d^2(\gamma - 1) - \gamma]} \varepsilon_2,$$

welcher im Anhang 1 formal hergeleitet wird. Es ist offensichtlich, dass mit der Bedingung

$$(7) \quad MCI = r - \delta \Delta q = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma - 1)}{b[d^2(\gamma - 1) - \gamma]} \varepsilon_2 = MCI^{opt}$$

eine unbegrenzte Anzahl an Linearkombinationen von  $r$  und  $\Delta q$  zum optimalen MCI führen. Der entscheidende Punkt liegt nun darin, dass in einer kleinen offenen Volkswirtschaft der inländische Zinssatz und der Wechselkurs nicht unabhängig gesetzt werden können. Der grundlegende Zusammenhang zwischen dem inländischen Nominalzins ( $i$ ) und dem ausländischen Nominalzins ( $i^*$ ) ist durch die ungedeckte Zinsparität gegeben:

$$(8) \quad \Delta s + \alpha = i - i^*.$$

Die Risikoprämie ( $\alpha$ ) misst dabei das relative Risiko zwischen einer Investition im In- und Ausland. Die Zinsparitätengleichung stellt eine wichtige Restriktion für den angemessenen Policy-Mix dar.

---

<sup>2</sup> Im Anhang 1 präsentieren wir ein Modell, das eine Phillipskurve für eine offene Volkswirtschaft enthält. So können direkte Effekte von Wechselkursveränderungen auf die inländische Inflationsrate berücksichtigt werden:  $\pi = \pi_0 + d y + e \Delta q + \varepsilon_2$ . Wir werden zeigen, dass diese wesentlich realistischere Darstellung keinen Einfluss auf die grundsätzliche Idee hat, die wir im Folgenden darstellen.

Im Folgenden können wir dieses einfache Modell des „Inflation Targeting“ für die Analyse der drei unterschiedlichen Wechselkursstrategien verwenden.

### C. Managed Floating

Wir beginnen mit der Strategie des Managed Floating, da dieser Ansatz für das Verständnis der beiden anderen Ansätze hilfreich ist. Unter Managed Floating verstehen wir eine monetäre Ordnung, innerhalb der die Notenbank den Realzins auf dem inländischen Geldmarkt und den realen Wechselkurs auf dem Devisenmarkt direkt steuert.<sup>3</sup> Deshalb unterscheidet sich das Managed Floating grundsätzlich von:

- Systemen frei-flexibler Wechselkurse, in denen der Zins einziges Operating Target ist, während der Wechselkurs vom Markt bestimmt wird;
- Systemen absolut fester Wechselkurse in Form eines Currency Boards, in denen der Wechselkurs ein implizites Operating Target ist, und der Zinssatz vollständig vom Markt bestimmt wird.

In Bofinger und Wollmershäuser (2001b) haben wir im Gegensatz zur herkömmlichen Sichtweise gezeigt, dass sterilisierte Devisenmarktinterventionen sehr wirksam sein können, wenn sie einem durch die Zinsdifferenz bestimmten Wechselkurszielpfad folgen. Ein solcher Zielpfad hat die Vorteile, dass

- sowohl die Kosten der Sterilisation gleich Null sind, da eventuell anfallende Zinskosten sterilisierter Interventionen durch unterschiedliche Zinsen im In- und Ausland vollständig durch Wertberichtigungen der Währungsreserven aufgrund der Wechselkursänderung kompensiert werden,
- als auch keine durch Zinsdifferenzen ausgelösten, kurzfristigen Kapitalzuflüsse (oder -abflüsse) auftreten werden, solange ein möglicher Zinsvorteil (-nachteil) der heimischen Währung vollständig durch eine Abwertung (Aufwertung) dieser Währung kompensiert wird.

Wir haben auch gezeigt, dass beim Managed Floating eine Notenbank im Prinzip versuchen kann, den Wechselkurs zu steuern, ohne eine Risikoprämie berücksichtigen zu müssen. Somit wird der Zielpfad zu

$$(9) \quad \Delta s^T = i - i^*.$$

---

<sup>3</sup> Für einen anderen Ansatz vgl. Svensson (2001, S. 19): „A separate issue is the desirability and feasibility of independent stabilization of interest rates and the exchange rate. It is certainly possible for the central bank to stabilize either the interest rate or the exchange rate somewhat, at the cost of increased variability of inflation and/or the output gap.“

Falls die Risikoprämie auf dem Markt ungleich Null ist und/oder falls der Markt Wechselkursänderungserwartungen ( $\Delta s^e$ ) hat, die sich vom Wechselkurszielpfad  $\Delta s^T$  unterscheiden, führt Managed Floating zu einer Verletzung der ungedeckten Zinsparitätentheorie:

$$(10) \quad i - i^* = \Delta s^T \neq \Delta s^e + \alpha.$$

Solch eine Situation führt zu Kapitalzu- oder -abflüssen, die mit Hilfe von sterilisierten Interventionen kompensiert werden müssen. Das Interventionsvolumen ( $I$ ) hängt von der Stärke der Verletzung der ungedeckten Zinsparität und vom Grad der Kapitalmarktintegration ( $\phi$ ) ab:

$$(11) \quad I = \phi (\Delta s^T - \Delta s^e - \alpha).$$

mit  $\phi > 0$ . Das Potential für solche Interventionen ist hoch, wenn

$$(12) \quad i - i^* > \Delta s^e + \alpha.$$

In diesem Fall impliziert der Wechselkurspfad eine Abwertung (Aufwertung) für die heimische Währung, die höher (niedriger) ist als die Summe aus Risikoprämie und Abwertungs-(Aufwertungs-)erwartung des Marktes. Da eine solche Verletzung der ungedeckten Zinsparität zu Kapitalzuflüssen und zu einem Anstieg der Währungsreserven führt, ist diese Art der Interventionspolitik ohne Beschränkungen möglich.<sup>4</sup>

Im anderen Fall, wenn

$$(13) \quad i - i^* < \Delta s^e + \alpha,$$

muss die Interventionspolitik der Notenbank die Kapitalabflüsse kompensieren, was zu einer Abnahme der Währungsreserven führt. Die Interventionen müssen eingestellt werden, sobald der Bestand an Währungsreserven unter eine kritische Grenze fällt. Diese Asymmetrie ist ein entscheidendes Merkmal des Managed Floating in der Form, wie wir es definieren, d.h. eine direkte gleichzeitige Steuerung des Wechselkurses und des Zinssatzes. Natürlich besteht nach Erreichen des kritischen Bestands an Währungsreserven die Möglichkeit, den Wechselkurs indirekt über eine Erhöhung des Zinssatzes zu steuern. Eine solche Politik führt dann allerdings nicht mehr zu einem optimalen MCI.

Eine wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche Politik des Managed Floating ist die Annahme, dass die Wechselkurserwartungen des Marktes vom

<sup>4</sup> In *Bofinger und Wollmershäuser (2001b)* wird gezeigt, dass eine Notenbank zusätzlich ein hohes Sterilisationspotential benötigt. Dies kann sehr einfach mit dem Instrument der Einlagenfazilität bereitgestellt werden (vgl. hierzu auch *Bofinger (2001, S. 331)*).

Wechselkurszielpfad sowie von den Interventionen im Allgemeinen beeinflusst werden können. Während eine umfassende Diskussion dieses Punktes über das Ziel dieses Papiers hinaus geht, können wenigstens drei wichtige Beobachtungen gemacht werden, die die Ansicht unterstützen, dass psychologische Faktoren eine beherrschende Rolle bei der Bestimmung frei-flexibler Wechselkurse spielen:

- Es existiert unter Ökonomen ein breiter Konsens darüber, dass in einem System flexibler Wechselkurse kein systematischer Zusammenhang zwischen makroökonomischen Fundamental faktoren und dem Wechselkurs gefunden werden kann (Isard 1995, Flood/Rose 1999). Dies ist hauptsächlich auf das Fehlen eines fokalen Punkts für die Markterwartungen zurückzuführen.
- Unter Investoren und Bankern kann eine große Gruppe charttechnisch orientierter Anleger gefunden werden, die offensichtlich verhältnismäßig erfolgreich sind. Daher scheint es eine Art Ersatz für fehlende rationale Erwartungen zu geben.
- Wie Evans und Lyons (2001) gezeigt haben, ist der „order flow“ eine wichtige Größe bei der Bestimmung des Wechselkurses. Für den gesamten DM/\$ Markt finden sie heraus, dass „\$1 billion of net dollar purchases increases the DM price of a dollar by about 0.5 percent. This relation should be of particular interest to people working on central bank intervention“.

Im Rahmen unseres Modells, das bisher auf Realzins und realem Wechselkurs basiert, bedeutet Managed Floating, dass die Zentralbank den Pfad des *nominale*n Wechselkurses aus dem Pfad des realen Wechselkurses mit Hilfe eines simplen Kaufkraftparitäten-Zusammenhangs herleitet:

$$(14) \quad \Delta s = \Delta q + \pi - \pi^*.$$

Gleiches gilt für den Nominalzins, welcher sich aus

$$(15) \quad i = r + \pi$$

ergibt.

Setzt man nun (14) und (15) in Gleichung (9) und anschließend in Gleichung (1) ein, so erhält man den MCI, der im Rahmen einer Politik des Managed Floatings erzeugt werden kann:

$$(16) \quad MCI^{mf} = (1 - \delta)r + \delta r^*.$$

Dieser hängt lediglich vom ausländischen und vom inländischen Realzins sowie dem Faktor  $\delta$  ab. Weder die ausländische noch die inländische Inflation haben eine Auswirkung auf den MCI und deshalb auch keinen Einfluss auf die Outputlücke. Die Tatsache, dass der Realzins im Inland zu den bestimmenden

Größen des MCI gehört, zeigt, dass bei einer Strategie Managed Floating eine autonome Kontrolle des MCI möglich ist, solange die Zentralbank ihren Wechselkurs auf dem Zielpfad hält.

Einige Ausnahme bildet der Fall  $\delta = 1$ , was zu

$$(17) \quad MCI^{mf} = r^*$$

führt.

Daher ist eine autonome Kontrolle des MCI nur möglich, wenn der Zinskanal und der Wechselkurskanal unterschiedlichen Einfluss auf die aggregierte Nachfrage haben. In den meisten Fällen kann allerdings davon ausgegangen werden, dass der Zinskanal den Wechselkurskanal dominiert, d.h. dass  $\delta < 1$  ist. Die geldpolitische Regel der Zentralbank lautet einfach, den Policy-Mix (d.h. den aktuellen MCI, vgl. Gleichung (16)) jedes Mal dann anzupassen, wenn eine Änderung des geldpolitischen Restriktionsgrades (d.h. des optimalen MCIs, vgl. Gleichung (6)) dies erforderlich macht.

Um die Funktionsweise des Managed Floating im Rahmen eines flexiblen Inflation Targetings zu beschreiben, zeigt Tabelle 1 wie die geldpolitischen Parameter angepasst werden müssen, wenn die kleine offene Volkswirtschaft von unterschiedlichen Schocks getroffen wird. Für die Berechnungen wurde von folgenden Strukturparametern ausgegangen:  $a = 2,4$ ;  $b = 0,8$ ;  $c = 0,2$ ;  $d = 0,6$ ;  $\pi_0 = 2,0$ ;  $\gamma = 0,5$ . Aus  $\delta = c/b$  folgt  $\delta = 0,25$ . Aufgrund der sehr einfachen Konstruktion des Modells verfügt die Zentralbank über perfekte Information bezüglich der Natur und des Ausmaßes der Schocks, so dass sie ohne Verzögerung ihre geldpolitischen Instrumente anpassen kann. Die Schocks werden in der Tabelle mit kursiver Schrift hervorgehoben. Der Policy-Mix ist fettgedruckt.

Zu Beginn sei angenommen, dass sich die Zentralbank im Optimum befindet, was in der Tabelle als neutraler Fall gekennzeichnet ist. Hier gelten gleichzeitig sowohl die Kaufkraftparität als auch die ungedeckte Zinsparität. Annahmegemäß existieren weder Nachfrage- noch Angebotsschocks. Inländische und ausländische Variablen sind identisch.

Im Fall (I) wird nun unterstellt, dass die ausländische Zentralbank sowohl ihren Real- als auch ihren Nominalzins senkt. Tabelle 1 zeigt, dass eine angemessene Reaktion der inländischen Notenbank zu einem Anstieg des inländischen Real- und Nominalzinses führt, um den MCI auf konstantem Niveau zu halten. Die restriktive Wirkung dieser Maßnahme wird durch eine reale Abwertung der heimischen Währung, die in ihrer Höhe der Ausweitung der Zinsdifferenz entspricht, vollständig kompensiert. Deshalb ermöglicht das Managed Floating durch eine kombinierte Reaktion des geldpolitischen Instrumentariums gleichzeitig den Erhalt

- eines optimalen Niveaus des MCIs
- und eines Wechselkurspfads, der mit der Zinsparität übereinstimmt.

Da das Niveau des Wechselkurses im Rahmen der Zinsparität keine Rolle spielt, hat die Zentralbank entweder die Möglichkeit, einen konstanten heutigen Kassakurs mit höherem zukünftigen Kassakurs anzusteuern, oder aber eine sofortige Aufwertung des Kassakurses bei konstantem zukünftigen Kassakurs herbeizuführen. Bislang wird der Unterschied dieser beiden Alternativen, die in der Realität eine nicht unerhebliche Rolle spielen, von dem hier präsentierten Modell nicht abgedeckt.

Tabelle 1

## Die Strategie des Managed Floating bei Auftreten verschiedener Schocks

t = 0		t = 1						
Fall	neutral	Ausländische Schocks		Inländische Schocks				
		r* fällt	r* steigt	positiver Nachfrageschock	negativer Nachfrageschock	positiver Angebots schock	negativer Angebots schock	
		(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	
<b>Instrumente</b>								
MCI <sup>opt</sup>	3,00	3,00	3,00	<b>4,00</b>	<b>2,00</b>	<b>4,00</b>	<b>2,00</b>	
r	3,00	3,67	2,33	4,33	1,67	4,33	1,67	
Δq	0,00	2,67	-2,67	1,33	-1,33	1,33	-1,33	
I	5,00	5,67	4,33	6,33	3,67	7,66	2,34	
Δs	0,00	2,67	-2,67	1,33	-1,33	2,66	-2,66	
<b>Ausl. Schocks</b>								
i*	5,00	3,00	7,00	5,00	5,00	5,00	5,00	
r*	3,00	<b>1,00</b>	<b>5,00</b>	3,00	3,00	3,00	3,00	
π*	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
<b>Inl. Schocks</b>								
ε <sub>1</sub>	0,00	0,00	0,00	<b>0,80</b>	<b>-0,80</b>	0,00	0,00	
ε <sub>2</sub>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>1,81</b>	<b>-1,81</b>	
<b>Zielgrößen</b>								
π	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	3,33	0,67	
Y	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,80	0,80	
Verlust	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,32	

Ein ähnliches Bild ergibt sich im entgegengesetzten Fall (II), in dem sich die heimische Volkswirtschaft einem Anstieg des ausländischen Realzinses gegenüberstellt. In diesem Fall erfordert die neue Politik eine Absenkung des inländischen Zinsniveaus, die von einer gezielten Aufwertung der heimischen Währung begleitet wird. Es ist offensichtlich, dass es auf Grund beschränkter Währungsreserven außerordentlich schwierig werden kann, eine solche Strategie gegen die Märkte zu verteidigen.

Es wurde deutlich, dass Schocks des ausländischen Realzinses lediglich eine Anpassung des Policy-Mixes erfordern, während der MCI konstant gehalten wird. Eine andere Situation ergibt sich für den Fall inländischer Schocks, welche Auswirkungen auf den optimalen MCI haben.<sup>5</sup> Für den Fall (III), einen *positiven Nachfrageschock*, muss der MCI erhöht werden: Bei Konstanz des ausländischen Realzinses muss die Zentralbank den Realzins im Inland erhöhen. Um die UIP aufrecht erhalten zu können, muss diese Maßnahme von einer Abwertung der heimischen Währung begleitet werden. In diesem Fall gewinnt die zusätzliche Möglichkeit einer sofortigen Aufwertung des Spot-Preises, von dem dann die anschließende Abwertung ausgeht, besonders an Attraktivität.

Falls die inländische Volkswirtschaft von einem negativen Nachfrageschock getroffen wird (Fall IV), stellt ein niedrigerer Realzins, verbunden mit einer gezielten Aufwertung der heimischen Währung, die optimale Reaktion dar. Die beschränkten Währungsreserven erschweren erneut die Verfolgung einer derartigen Politik. Ebenso bietet sich eine sofortige Anpassung des Wechselkurses an. Die Kombination einer unmittelbaren Abwertung mit einer anschließenden gezielten Aufwertung wäre vom Markt allerdings noch schwieriger zu verkraften.

Für einen positiven Angebotsschock (Fall V), welcher einen restriktiveren MCI erforderlich macht, erhält man dieselben Vorzeichen für die Operating Targets wie in Fall III. Der einzige Unterschied zum Nachfrageschock ist das wohlbekannte Ergebnis, dass es nun nicht mehr möglich ist, Preisstabilität und Vollbeschäftigung gleichzeitig zu erreichen. In gleicher Weise führt ein negativer Angebotsschock (Fall VI) zu einer ähnlichen Politik wie ein negativer Nachfrageschock. Erneut muss die Problematik einer gezielten Aufwertung Berücksichtigung finden.

Der Unterschied zwischen den Fällen I, III und V auf der einen Seite und den Fällen II, IV und VI auf der anderen Seite zeigt, dass eine Notenbank, die eine Strategie des Managed Floating verfolgt, eine restriktive Geldpolitik unabhängig und unbegrenzt einschlagen kann, während ihr Spielraum für eine un-

---

<sup>5</sup> Das Ausmaß der Schocks wurde so gewählt, dass der optimale MCI im Falle positiver Schocks auf 4,00 ansteigt und im Falle negativer Schocks auf 2,00 sinkt.

abhängige, expansive Geldpolitik durch die Höhe der Währungsreserven eingeschränkt ist.<sup>6</sup>

#### D. Direktes Inflation Targeting bei flexiblen Wechselkursen

Bei der Diskussion über mögliche geld- und wechselkurspolitische Strategien der Beitrittsländer haben eine Reihe von Ökonomen eine Strategie des direkten Inflation Targetings mit frei-flexiblen Wechselkursen vorgeschlagen (Orlowski 2001). Aus diesem Grund soll unser Modell aus Kapitel B auf eine solche Strategie angewendet werden, was zur entscheidenden Frage führt, wie sich der Wechselkurs bildet. Zunächst soll die Annahme getroffen werden, dass die ungedeckte Zinsparität gemäß Gleichung (8) uneingeschränkt erfüllt ist. In diesem Fall kann der MCI, der für das Managed Floating ermittelt wurde (siehe Gleichung (16)), übernommen werden, allerdings in einer um die Risikoprämie erweiterten Form:

$$(18) \quad MCI^{\text{flex}} = (1 - \delta)r + \delta(r^* + \alpha).$$

Für eine Risikoprämie von Null ist der MCI unter flexiblen Wechselkursen und unter Managed Floating gleich. Tatsächlich imitiert Managed Floating einen Wechselkurspfad, der bei flexiblen Wechselkursen automatisch erreicht werden sollte, wenn die ungedeckte Zinsparität gilt. Das zeigt, dass Inflation Targeting bei beiden Strategien möglich ist. Die Entscheidung für die richtige Geld- und Währungspolitik ist somit keine Wahl zwischen Inflation Targeting mit flexiblen Wechselkursen und Managed Floating ohne Inflation Targeting. Die einzige relevante Frage lautet, ob Inflation Targeting besser mit kontrollierten oder mit frei-flexiblen Wechselkursen verfolgt wird.

Das führt zum wichtigsten Unterschied der beiden Strategien: Obwohl die ungedeckte Zinsparität in allen Modellen offener Volkswirtschaften eine der entscheidenden Verhaltensgleichungen darstellt (Ball 1999, Svensson 2000),<sup>7</sup> ist ihre empirische Evidenz alles andere als überzeugend. Für die wichtigsten Währungen wurde dies bereits in den 80er Jahren festgestellt (Froot/Thaler 1990). Hüfner (2002) kommt bei einer Untersuchung der wichtigsten Infla-

<sup>6</sup> In Anhang 2 wurden dieselben Berechnungen für die Phillips-Kurve einer offenen Volkswirtschaft vorgenommen. Auf qualitativer Ebene ergeben sich dieselben Resultate wie für die einfache Phillips-Kurve. Ein interessantes Ergebnis tritt jedoch bezüglich der Anpassung der Geldpolitik auf. Jedes Mal, wenn der Pfad des realen Wechselkurses geändert werden muss, lässt sich eine Rückkopplung auf die heimische Inflationsrate und somit auf die Beurteilung der Notenbank anhand ihrer Verlustfunktion beobachten.

<sup>7</sup> Siehe auch Svensson (2001, S. 19): „Since interest rate changes lead to exchange rate changes, everything else equal, this also reduces exchange rate variability.“

tion-Targeting-Länder zum selben Ergebnis. In Tabelle 2 sind die Ergebnisse unserer Schätzungen für vier Beitrittsländer, untergliedert nach Wechselkursregimen, dargestellt. Sie wurden auf Basis der folgenden Regressionsgleichung ermittelt:

$$(19) \quad \Delta s_{t,t+3M} = \alpha + \beta(i_{t,3M} - i_{t,3M}^f) + \varepsilon_{t,t+3M}.$$

Für die Gültigkeit der ungedeckten Zinsparität muss der Parameter  $\alpha$  gleich Null und der Parameter  $\beta$  gleich 1 sein (siehe Anhang 3 für eine detaillierte Beschreibung der Schätzmethode und des Datenmaterials).

*Tabelle 2*  
**Die ungedeckte Zinsparität bei verschiedenen Wechselkursregimen**

	Zeitraum	$\hat{\alpha}$ (p-Wert)	$\hat{\beta}$ (p-Wert)	$H_0 : \beta = 1$	$H_0 : \beta = -1$
<b>Managed Floating</b>					
Slowenien	01/93–04/01	0,00 (0,85)	0,54 (0,00)	0,01	0,00
<b>Crawling Peg</b>					
Ungarn	04/95–04/01	-0,01 (0,36)	0,76 (0,06)	0,56	0,00
Polen	01/92–12/96	-0,06 (0,03)	1,95 (0,00)	0,04	0,00
<b>Fester Wechselkurs (Währungskorb)</b>					
Tsch. Republik	01/93–12/96	0,02 (0,01)	-1,47 (0,00)	0,00	
<b>Floating</b>					
Tsch. Republik	01/98 – 04/01	-0,01 (0,26)	0,53 (0,41)	0,47	0,02
Polen	01/98 – 04/01	0,02 (0,61)	-0,80 (0,58)	0,21	0,89

Wiederum ist klar zu erkennen, dass die ungedeckte Zinsparität für die Zeiträume mit flexiblen Wechselkursen in der Tschechischen Republik und in Polen nicht erfüllt ist. Für Polen erhält man die „typische Anomalie“ eines  $\beta$ -Werts von nahe -1. Zusätzlich sind in beiden Fällen die  $\beta$ s nicht signifikant. Die geschätzten Koeffizienten zeigen außerdem, dass im Rahmen eines Managed floatings und eines Crawling Pegs eine relativ stabile Beziehung zwischen Zinsen und Wechselkurs gemäß der ungedeckten Zinsparität zu beobachten ist. Mit anderen Worten, die verfolgte Währungspolitik hat in diesen Fällen tat-

sächlich dazu beigetragen, dass ein Wechselkurspfad realisiert wurde, der mit der ungedeckten Zinsparität übereinstimmt. In der Phase fester Wechselkurse in der Tschechischen Republik lässt sich eine klare Verletzung der ungedeckten Zinsparität feststellen, die als eine zentrale Ursache für die Währungskrise 1997 interpretiert werden kann. Nach unseren Schätzungen führte eine positive Zinsdifferenz gegenüber Deutschland zu Kapitalzuflüssen und einer Aufwertung der Tschechischen Krone im Verhältnis zur D-Mark.<sup>8</sup>

Der Hauptvorteil des Managed Floating gegenüber frei-flexiblen Wechselkursen besteht somit in einer stabilen und systematischen Beziehung zwischen der Zinsdifferenz einerseits und dem zeitlichen Pfad des Wechselkurses andererseits. Im Gegensatz dazu ist eine Politik frei-flexibler Wechselkurse mit dem Problem konfrontiert, nur die heimischen Zinsen steuern zu können, während der Wechselkurs im Prinzip eine zufällige Variable darstellt. Um einen optimalen MCI erreichen zu können, verlangt dies nach einer sehr flexiblen Zinspolitik. In Anhang 4 wird gezeigt, dass der optimale Realzins bei Managed Floating

$$(20) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b-c} + \frac{1}{b-c} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{(b-c)[d^2(\gamma-1)-\gamma]} \varepsilon_2 - \frac{c}{b-c} r^*$$

ist.

Unter der Annahme, dass die ungedeckte Zinsparität bei frei-flexiblen Wechselkursen ihre Gültigkeit verliert und dass die Veränderungen des realen Wechselkurses

$$(21) \quad \Delta q = \eta$$

einem Random Walk folgen (mit  $\eta$  als normalverteilter Zufallsvariable), erhält man als optimalen Realzins bei frei-flexiblen Wechselkursen

$$(22) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1)-\gamma]} \varepsilon_2 + \frac{c}{b} \eta.$$

Der Hauptunterschied zwischen einer Strategie des Managed Floating und frei-flexiblen Wechselkursen ist somit, dass bei letzteren die Zinspolitik optimalerweise nicht nur auf Nachfrage- und Angebotsschocks, sondern auch auf Wechselkursschocks reagieren muss. Legt man die empirisch beobachtbaren hohen Schwankungsbreiten von Wechselkursen zugrunde, so würde dies zu sehr instabilen Zinssätzen führen.

---

<sup>8</sup> Seit Januar 1991 war die Krone an einen Währungskorb gekoppelt. Im Mai 1993 wurde dieser Korb auf zwei Währungen begrenzt: Die Deutsche Mark mit einem Anteil von 65 % und den US Dollar mit einem Anteil von 35 %.

Ein bekanntes Beispiel für die Probleme, denen sich eine Zentralbank gegenüberstellt, die den MCI unter völliger Freigabe des Wechselkurses verwendet, ist die neuseeländische Reserve Bank im Zeitraum von 1997 bis 1999. Im Jahr 1999 musste die Bank das Konzept auf Grund der hohen Volatilität der Zinssätze, die bei Verwendung des MCI als geldpolitischer Zielgröße mit gleichzeitiger Unterlassung von Devisenmarktinterventionen zur Steuerung des Wechselkurses auftreten, fallen lassen (vgl. Reserve Bank of New Zealand 2000):

„Use of these tight indicative bands around the MCI intra-quarter greatly increased the day-to-day and week-to-week responsiveness of interest rates to day-to-day exchange rate movements. It also led to interest rates rising quite sharply intra-quarter, as the exchange rate began to trend sharply downwards.“

## E. Feste Wechselkurse

In einem System fester Wechselkurse gilt  $\Delta s = 0$ . Wenn der heimische Zinssatz vollständig durch die ungedeckte Zinsparität bestimmt wird ( $i = i^* + \alpha$ , vgl. Gleichung (8)), d.h. wenn die Zentralbank keinen Versuch unternimmt, eine autonome Zinspolitik zu verfolgen,<sup>9</sup> wird der MCI ausschließlich von exogenen Variablen bestimmt, d.h. vom ausländischen Realzins und der Risikoprämie:<sup>10</sup>

$$(23) \quad MCI^{fix} = r^* + \alpha + (1 - \delta)(\pi^* - \pi).$$

Daher ist die Realisierung eines Inflationsziels durch Kontrolle des MCI über eigene Instrumente nicht möglich. Gleichung (23) zeigt außerdem, dass ein Anstieg der heimischen Inflationsrate zu einem Rückgang des MCI führt. Anders ausgedrückt haben Angebotsschocks bei festen Wechselkursen einen destabilisierenden Effekt auf das monetäre Umfeld. Wegen des völligen Fehlens geldpolitischer Autonomie sind feste Wechselkurse nur unter sehr besonderen Umständen zu empfehlen:

- Ein fortgeschrittener Grad an ökonomischer Integration mit dem Ankerwährungsland und sehr ähnliche, gesamtwirtschaftliche Schocks: Der Realzins des Ankerwährungslandes führt somit annähernd zu einem optimalen MCI für das kleine Land, das seinen Wechselkurs festsetzt. Beispiele für diesen Fall sind Österreich und die Niederlande, die über viele Jahre hinweg einen

<sup>9</sup> Dies ist zumindest vorübergehend möglich. Zum Beispiel hatten in der ersten Hälfte der 90er Jahre die meisten asiatischen Länder höhere Zinssätze als die Vereinigten Staaten, obwohl ihre Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar fixiert waren.

<sup>10</sup> Gleichung (23) erhält man durch Einsetzen von Gleichung (14) sowie Gleichung (8) und (15) in Gleichung (1).

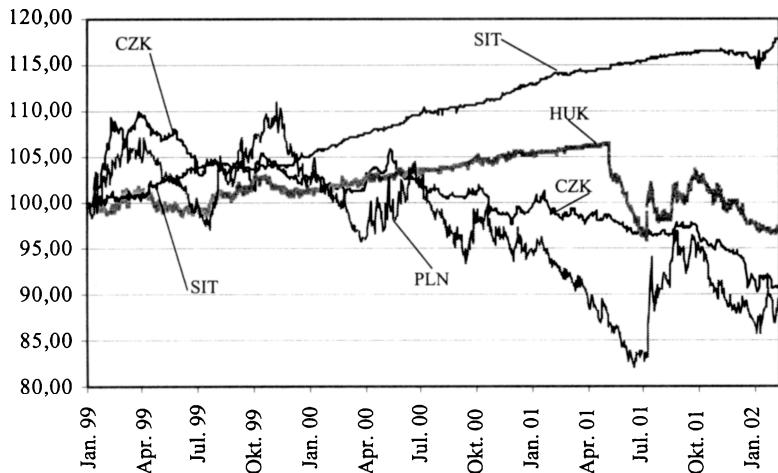
vollständig festen Wechselkurs gegenüber der Deutschen Mark aufrechterhielten.

- Ein sehr niedriger Monetarisierungsgrad: Der heimische Zinskanal kann für die Erreichung des Inflationsziels nicht effizient genutzt werden.
- Ein hoher Grad an „Dollarisierung“ (bzw. „D-Markisierung“ für einige Transformationsstaaten in den frühen 90er Jahren): Ein stabiler Wechselkurs gegenüber der Ankerwährung übt einen starken Einfluss auf die heimische Inflationsrate aus.
- Ein gering qualifiziertes Zentralbankmanagement, das nicht in der Lage ist, die wesentlich komplexeren geldpolitischen Strategien flexibler Wechselkurse bzw. des Managed Floating zu verfolgen.
- Ein frühes Stadium der Privatisierung, in dem die Grenze zwischen Staatssektor und privatem Sektor nicht eindeutig ist: Unter solchen Umständen haben feste Wechselkurse in der spezifischen Form des Currency Boards den entscheidenden Vorteil, dass die Kreditvergabe der Zentralbank ans Inland generell ausgeschlossen ist, was die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik stärkt.

In den frühen Stadien wirtschaftlicher Transformation wurden die letzten vier Bedingungen in vielen mittel- und osteuropäischen Staaten erfüllt. Dies erklärt, warum Estland, das zu Beginn der 90er Jahre auf die wirtschaftliche Transformation wesentlich schlechter vorbereitet war als Polen, Ungarn und die Tschechoslowakei, mit der Einführung des Currency Boards große Erfolge verzeichnen konnte. Nach mehr als einem Jahrzehnt der Transformation hat sich die Situation allerdings entschieden geändert, so dass auch Estland abwägen sollte, ob die Beibehaltung des Currency Boards für den abschließenden Übergang zum Euro sinnvoll erscheint.

## F. Die Rolle des Wechselkursmechanismus II

In Bezug auf die notwendigen, institutionellen Rahmenbedingungen der Wechselkurspolitik unterscheidet sich die Strategie des direkten Inflation Targetings von der des Managed Floating grundlegend. Im Prinzip kann ein direktes Inflation Targeting auf rein nationaler Ebene ohne internationale oder europäische Wechselkurskooperation implementiert werden. Im Unterschied dazu ist für eine Strategie des Managed Floating ein multilaterales Wechselkurssystem sehr wichtig. Aus unserer Analyse im vorhergehenden Abschnitt ist klar geworden, dass Managed Floating vor allem unter der Asymmetrie der Reservebeschränkungen leidet, die es schwer macht, einen Wechselkurspfad in Situationen starker Kapitalabflüsse zu verteidigen oder gar eine Aufwertung der heimischen Währung zu erreichen (z.B. im Fall steigender ausländischer Zinsen, siehe Tabelle 1).



Quelle: Europäische Zentralbank

Abbildung 1: Wechselkurse der führenden Beitrittsländer gegenüber dem Euro

Bislang wird der Wechselkursmechanismus II auf breiter Front als adäquates, institutionelles System zum Übergang in die Europäische Währungsunion angesehen. Auf den ersten Blick könnte man argumentieren, dass Managed Floating und WKM II nicht kompatibel seien. Laut Ecofin-Rat trifft dies insbesondere für Formen des Managed Floating ohne gegenseitig vereinbarten Leitkurs zu.<sup>11</sup> Wie Abbildung 1 allerdings zeigt, kann die Wechselkursentwicklung aller fünf Beitrittskandidaten in den letzten drei Jahren relativ einfach durch ein  $\pm 15\%$  Band um einen konstanten zentralen Kurs abgebildet werden. Deshalb werden wir im Folgenden die Hauptmerkmale des WKM II darstellen und diskutieren, ob diese zu einer Strategie des Managed Floating passen.

### *I. Institutioneller Aufbau*

Der Wechselkursmechanismus II stellt eine modifizierte Form des Wechselkursmechanismus des ursprünglichen Europäischen Währungssystems aus dem Jahre 1979 dar. Für die Beitrittsländer spielt der WKM II in ihrem Prozess zur Integration in die europäische Geldpolitik eine wichtige Rolle. Gemäß Artikel

---

<sup>11</sup> Siehe auch ECOFIN (2001): „The only clear incompatibilities with the ERM II that can be identified already at this stage are the cases of free floating (or managed floats without a mutually agreed central rate), crawling pegs, and pegs against anchors other than the Euro.“

121 des Vertrags ist eines der vier Konvergenzkriterien, die für den Beitritt in die Europäische Währungsunion erfüllt sein müssen,

„the observance of the normal fluctuation margins provided for by the exchange rate mechanism of the European Monetary System, for at least two years, without devaluing against the currency of any other member state.“

Darüber hinaus hat der Europäische Rat in seiner Resolution „On the Establishment of an Exchange-rate Mechanism in the third Stage of Economic and Monetary Union“ erklärt:<sup>12</sup>

„Participation in the exchange-rate mechanism will be voluntary for the Member States outside the euro area. Nevertheless, Member states with a derogation can be expected to join the mechanism. A Member State which does not participate from the outset in the exchange-rate mechanism may participate at a later date.“

Daher gilt unter den aktuellen Regelungen für ein Beitrittsland, dass es

- nicht vor einer EU-Mitgliedschaft am WKM II teilnehmen kann,
- nach dem EU-Beitritt am WKM II teilnehmen darf, was auch erwartet wird,
- zwei Jahre vor dem geplanten EWU-Beitritt am WKM II teilnehmen muss.

Für eine Beurteilung des Status quo erscheint es zunächst hilfreich, den institutionellen Rahmen des WKM II sowie den etwaigen Beitrag zur Wechselkurspolitik der Beitrittskandidaten in Bezug auf den Euro genauer zu analysieren. Die wichtigsten Elemente des WKM II sind

- die Festlegung der Leitkurse und der Bandbreiten,
- die Regeln für marginale und intramarginale Interventionen,
- die Bereitstellung kurzfristiger Finanzierungsmöglichkeiten für Interventionen,
- eine Ausstiegsklausel, speziell für die EZB.

## *II. Leitkurse und Bandbreiten*

Gemäß der Resolution des Rates muss ein Mitgliedsland des WKM II einen Leitkurs seiner Währung gegenüber dem Euro definieren. Aus diesem Grund ist das System von Natur aus asymmetrisch, da die EZB nicht verpflichtet ist, dasselbe für den Euro gegenüber den Währungen der Mitgliedsländer des WKM II zu tun. Das ist einer der Hauptunterschiede zwischen WKM II und WKM I, bei dem eine formale Symmetrie herrschte. Die Leitkurse waren durch ein Paritätengitter, d.h. eine Matrix der gegenseitigen Paritäten, definiert.

---

<sup>12</sup> Resolution vom 16. Juni 1997 (97/C 236/03)

In Übereinstimmung mit den Vorschriften des WKM I ist seit August 1993 die Bandbreite des WKM II auf  $\pm 15\%$  festgelegt. Im WKM I war bis Juli 1993 die „normale“ Schwankungsbreite  $\pm 2,25\%$ ; ein breiteres Band mit  $\pm 6\%$  war ebenfalls möglich, wurde aber nur von Italien genutzt.

Was die Anpassung der Paritäten betrifft, fordert die Resolution eine koordinierte Vorgehensweise:

„Decisions on central rates and the standard fluctuation band shall be taken by mutual agreement of the ministers of the euro-area Member States, the ECB and the ministers and central bank governors of the non-euro area Member States participating in the new mechanism, following a common procedure involving the European Commission, and after consultation of the Economic and Financial Committee. The ministers and governors of the central banks of the Member States not participating in the exchange-rate mechanism will take part but will not have the right to vote in the procedure.“

Für eine Strategie des Managed Floatings sind diese Regeln sehr gut geeignet. Erstens stellt die weite Bandbreite einen ausreichenden Spielraum für Wechselkurspfade, die von Zinsdifferenzen bestimmt werden, zur Verfügung. Selbst unter der Annahme, dass eine Währung eine Zinsdifferenz von 10 Prozentpunkten zum Euro aufweist, könnte diese für drei Jahre innerhalb des Bandes ohne Änderung des Leitkurses gehalten werden: Im ersten Jahr wird an der oberen Bandbreite begonnen und danach erfolgt eine graduelle Bewegung zur unteren Bandbreite bis zum Ende des dritten Jahres. Zusätzliche Flexibilität ist durch die Möglichkeit zu diskretionären Leitkursanpassungen gegeben.

Eine zweite, positive Eigenschaft des WKM II ist die Bedingung, dass Paritätsänderungen nur mit beiderseitigem Einverständnis erfolgen können. Dies beseitigt eines der Hauptrisiken eines einseitigen Managed Floatings, bei dem ein Land dazu verleitet werden kann, eine „beggar-my-neighbour-policy“ durchzuführen. Natürlich nehmen die Vorteile eines koordinierten Wechselkursmanagements mit der Zahl der Länder Zentral- und Osteuropas, die am WKM II teilnehmen, zu. Wichtig ist, dass ein solches Arrangement nicht primär im Interesse der neuen EU-Mitglieder, sondern vor allem im Interesse der gegenwärtigen Euroländer ist. Somit ist für letztere die Möglichkeit gegeben, ein Wechselkursdumping der osteuropäischen Länder zu verhindern, was ihre Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen könnte.

### *III. Regeln für Interventionen*

Im Einklang mit unserer Bewertung des Devisenmarkts spricht die Resolution explizit die Probleme frei-flexibler Wechselkurse an:

„the mechanism will also help to protect them (ERM II members; PB and TW) and the Member States adopting the euro from unwarranted pressures in the foreign-ex-

change markets. In such cases, it may assist Member States outside the euro area participating in it, when their currencies come under pressure, to combine appropriate policy responses, including interest-rate measures, with coordinated intervention.”

Das Abkommen zwischen der EZB und möglichen Mitgliedern des WKM II unterscheidet zwischen marginalen Interventionen, also Interventionen, die erforderlich sind, um eine Überschreitung der Bänder zu vermeiden, und intramarginalen Interventionen, also Interventionen innerhalb der Bandbreiten. Das Abkommen schreibt Folgendes vor:

- Interventionen an den Bandbreiten sollen grundsätzlich automatisch und unbegrenzt sein. Dennoch können die EZB und die Notenbank eines WKM II-Mitglieds diese Interventionen aussetzen, wenn sie dem Ziel der Preisneutralität entgegenstehen.
- Die EZB und die Notenbanken am WKM II teilnehmender Länder können koordinierten, intramarginalen Interventionen zustimmen.

Es ist offensichtlich, dass diese Abmachung immer noch sehr stark von den Vereinbarungen des ursprünglichen WKM I mit seinen engen Bandbreiten von  $\pm 2,25\%$  geprägt ist. In diesem System sorgen Schocks sehr schnell dafür, dass eine Währung an die Bandbreite stößt, so dass marginale Interventionen ein effizientes Instrument darstellen müssen. Dennoch spielten auch intramarginalen Interventionen im ursprünglichen WKM eine wichtige Rolle, obwohl sie nie-mals die gleiche Bedeutung wie marginale Interventionen erlangten.<sup>13</sup>

Diese untergeordnete Rolle von intramarginalen Interventionen muss unter den Bedingungen eines Managed Floating im WKM II neu überdacht werden. Es ist offensichtlich, dass diese Art von Interventionen für die Steuerung einer Währung in einem Band von  $\pm 15\%$  wichtig sind. Sie sind sicherlich wichtiger als marginale Interventionen, die nur dann in Anspruch genommen würden, wenn intramarginalen Interventionen nicht ausreichten, um eine spekulative Attacke abzuwenden. Somit gilt in einem System des Managed Floating folgendes:

- Intramarginalen Interventionen sind für die tägliche Steuerung des Wechselkurspfades notwendig, während
- marginale Interventionen eine Art Sicherheitsnetz darstellen, das bei effizienter Wechselkurssteuerung nicht benötigt wird.

Mit anderen Worten, die Bedeutung der verschiedenen Arten von Interventionen ist in einem System des Managed Floating innerhalb des WKM II völlig anders als bei den engen Bandbreiten des ursprünglichen WKM.

---

<sup>13</sup> Ein begrenzter Zugriff auf diese Art von Interventionen wurde durch die Basle-Nyborg-Vereinbarung von 1987 möglich.

*IV. Die Rolle der Interventionskredite  
(„Very short-term financing facility“)*

Im Vergleich zu einem einseitigen Managed Floating würde eine Teilnahme am WKM II den osteuropäischen Ländern Zugang zur sog. „very short-term financing facility“ (VSTF) des WKM II bieten. Die Vorliebe des EZB-Abkommens für marginale Interventionen wird auch in den Regeln für die Finanzierung von Interventionen deutlich:

- Im Falle marginaler Interventionen ist die VSTF grundsätzlich automatisch und unbegrenzt erhältlich.
- Bei intramarginalen Interventionen kann die VSTF ebenfalls verwendet werden, allerdings ist eine Zustimmung der EZB nötig. Darüber hinaus ist der Umfang des Interventionskredits für jedes einzelne Teilnehmerland des WKM II nach oben begrenzt. Außerdem wird vorausgesetzt, dass die kreditnehmende Notenbank einen angemessenen Gebrauch von ihren eigenen Reserven macht.

Da die Asymmetrie der Reservenbeschränkung eines der wichtigsten Probleme einer Strategie des Managed Floatings darstellt, ist die Versorgung mit zusätzlichen Reserven durchaus sinnvoll. Dennoch sind die Obergrenzen, die durch die Vereinbarung festgelegt werden, im Falle intramarginaler Interventionen sehr restriktiv. So kann z. B. Dänemark maximal 520 Millionen Euro erhalten. Setzt man die Obergrenzen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt einer Volkswirtschaft, so könnte z. B. Polen 450 Millionen Euro bekommen. Verglichen mit Polens gesamten Währungsreserven von 25 Milliarden Dollar ist der zusätzliche Spielraum durch die VSTF sehr begrenzt.

In beiden Fällen ist die Fristigkeit des Kredits sehr kurzfristig. Die unbegrenzte Fazilität für marginale Interventionen muss bereits nach drei Monaten zurückbezahlt werden. Sie kann einmalig automatisch erneuert werden, aber auch dies ist auf die niedrigen Obergrenzen der Vereinbarung begrenzt. Somit ist das gesamte Finanzierungssystem zur Abwehr einer spekulativen Attacke nicht sehr effizient. Dies wurde während der EWS-Krise in den Jahren 1992/93 besonders deutlich, als Frankreich die Bandbreite von  $\pm 2,25\%$  im August 1993 aufgeben musste, obwohl die makroökonomischen Fundamentaldaten nicht schlechter waren als die Deutschlands.

*V. Die Ausstiegsmöglichkeit*

Aus der Sicht der Bundesbank war das Fehlen einer klar definierten Ausstiegsklausel für die Zentralbank mit einer starken Währung einer der Haupt-

schwachpunkte des WKM I.<sup>14</sup> Diese Sorge wurde von den Autoren der Resolution des Rates aufgegriffen:

„However the ECB and the central banks of the other participants could suspend interventions if this were to conflict with their primary objective. In their decision they would take due account of all relevant factors and in particular of the need to maintain price stability and the credible functioning of the exchange-rate mechanism.“

Solch eine Regelung wäre für die Bundesbank im WKM I sicherlich hilfreich gewesen, als sie sich mit bis zu neun Notenbanken, die teilweise genauso groß waren, konfrontiert sah. Im Falle der EZB und ihrer Beziehungen zu den osteuropäischen Ländern scheint so eine solche Sicherheitsklausel nicht mehr sachgerecht. Es ist schwer vorstellbar, dass selbst starke Interventionen zugunsten Polens, dem größten Beitrittskandidaten mit einem BIP und einer Geldbasis in der Größenordnung von 3,5 % des derzeitigen Eurogebietes, die Versuche der EZB gefährden könnten, die Preisniveaustabilität zu gewährleisten.

Für Euroland und die EZB besteht die größte Gefahr allerdings darin, dass ein WKM-II-Mitgliedsland eine nicht stabilitätsorientierte Geld- oder Fiskalpolitik betreibt, die zu einer starken Abwertung seiner Währung führt. Da in diesem Fall Interventionen allein nicht die richtige Therapie wären, wäre es hilfreich, wenn die EZB Interventionen von vornherein außer Kraft setzen könnte. Ein einfacher Rahmen für eine modifizierte Ausstiegsklausel könnte auf den „broad guidelines“ basieren, die sich in Artikel 99 des EU-Vertrages wiederfinden. Im diesem Zusammenhang sind vor allem zwei Paragraphen von Bedeutung:

Paragraph 3: „In order to ensure closer coordination of economic policies and sustained convergence of the economic performances of the Member States, the Council shall (...) regularly carry out an overall assessment.“

Paragraph 4: „Where it is established (...) that the economic policies of a Member State are not consistent with the broad guidelines (...) or that they risk jeopardising the proper functioning of economic and monetary union, the Council may (...) make the necessary recommendations to the Member State concerned.“

Deshalb könnte eine Ausstiegsoption so gestaltet sein, dass ein Land, wenn der Rat gemäß Paragraph 4 entscheidet, dass seine Politiken nicht mehr mit den „broad guidelines“ übereinstimmen, automatisch den Zugang zum VSTF verliert.

---

<sup>14</sup> *Otmar Emminger* (Bundesbankpräsident in der Zeit von 1977–1979) schrieb im November 1978 einen Brief an die deutsche Regierung, in dem er erklärte, dass die Bundesbank in Fällen, in denen die Geldwertstabilität in Deutschland aufgrund von Interventionen gefährdet sei, von einer Ausstiegsklausel Gebrauch machen würde; siehe *Emminger* (1986).

## *VI. Gesamtbewertung*

Während die Regeln bezüglich des Leitkurses und der Bandweiten für eine Politik des Managed Floating gut geeignet sind, sind die Regeln bezüglich der Interventionen, der VSTF und der Ausstiegsmöglichkeit doch noch sehr stark geprägt vom alten WKM mit seinen engen Bändern und einer Bundesbank, die ihre Dominanz gegenüber relativ großen Mitgliedsländern sichern musste. Im Ergebnis sind die zusätzlich erhältlichen Mittel unter dem VSTF sehr begrenzt, so dass eine Mitgliedschaft im WKM II der heutigen Form für ein Beitrittsland relativ wenig Vorteile mit sich bringt.

Aus diesem Grund ist es sinnvoll, den gesamten Rahmen des WKM II noch einmal zu überarbeiten. Aus unserer Sicht wäre es möglich, sowohl die Resolution des Rates als auch das EZB-Abkommen derart zu modifizieren, dass

- die stabilitätsorientierten Beitrittsländer tatsächlich auf ihrem Weg zur EWU unterstützt werden,
- ohne das Ziel der Preisniveaustabilität in Euroland zu gefährden.

Dies erfordert vor allem, den intramarginalen Interventionen eine wesentlich bedeutendere Rolle zuteil werden zu lassen. Zuerst müsste in Artikel 4 des Abkommens vertraglich festgelegt werden, dass ein Teilnehmerland am WKM II die Möglichkeit hat, intramarginalen Interventionen nach seinen eigenen Vorstellungen durchzuführen. Dies würde die Tatsache widerspiegeln, dass in einem System des Managed Floating der Wechselkurs und die Zinspolitik wesentliche Elemente einer autonomen nationalen Geldpolitik sind. Falls die Zustimmung der EZB für intramarginalen Interventionen immer erforderlich ist, könnte sich dies störend auf eine effiziente nationale Geldpolitik auswirken und gleichzeitig die geldpolitischen Verantwortungsbereiche verwischen.

Zum Zweiten müssten die Obergrenzen der VSTF wesentlich erhöht werden, um eine reibungslose Wechselkurspolitik der Beitrittsländer zu ermöglichen. Das Beispiel Dänemarks zeigt, dass die Nominalbeträge seit 1979 stabil gehalten wurden, was ihren geringen Umfang im Vergleich zu heutigen Währungsreservenbeständen erklärt. In Tabelle 3 gehen wir von Obergrenzen aus, die um das 20-fache höher sind als die aktuellen Vereinbarungen, so dass Polen zu einem Kreditrahmen von 10 Milliarden Euro berechtigt wäre. Die Obergrenzen für die anderen Ländern wurden gemäß dem nominalen Bruttoinlandsprodukt berechnet. Für alle Beitrittsländer in Zentral- und Osteuropa würde dies zu einer aggregierten Obergrenze von 23 Milliarden Euro führen.

Ein Vergleich der aggregierten Obergrenze mit der von der EZB bereitgestellten Menge an Refinanzierungskrediten in Höhe von 200 Milliarden zeigt, dass eine VSTF in diesem Umfang kein Problem für die Geldpolitik der EZB darstellt. In jedem Fall wäre die Situation wesentlich weniger problematisch,

*Tabelle 3*  
**Obergrenzen einer erweiterten VSTF**

Land	BIP (Mrd. €)	Obergrenze (Mrd. €)
Bulgarien	13,0	0,8
Estland	5,5	0,3
Lettland	7,7	0,5
Litauen	12,2	0,7
Polen	171,0	10,0
Rumänien	40,0	2,3
Slowakische Republik	20,9	1,2
Slowenien	19,5	1,1
Tschechische Republik	55,0	3,2
Ungarn	49,5	2,9
Summe		23,1

Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

verglichen mit der Situation der Bundesbank 1979, als die aggregierte Obergrenze (der anderen EU-Mitglieder) bei 16,5 Milliarden ECU und die Geldbasis bei 57 Milliarden ECU lagen.

Eine solche Modifikation der VSTF wäre nicht nur im Sinne der Beitrittsländer, sondern sie könnte auch für die jetzigen Mitglieder der EWU nützlich sein. Bei einer attraktiveren Ausgestaltung des WKM II werden Beitrittsländer diesem früher beitreten als unter den jetzigen Bedingungen. Wie bereits erwähnt, hat dies den Vorteil, dass ein beiderseitiges Abkommen über Paritäten und Anpassungen nötig ist und dass dies die „alten“ Mitgliedsländer vor einem Wechselkursdumping der Newcomer schützt. Falls der Zugang zu einer wesentlich freizügigeren VSTF von der Einhaltung der „broad policy guidelines“ abhängt, kann dies zusätzlich einen sehr starken Anreiz für die nationalen Politiker darstellen, diese Richtlinien zu befolgen und somit die makroökonomische Stabilität in der gesamten EU zu unterstützen.

#### *VII. Beitritt zum WKM II bereits vor dem EU-Beitritt*

Bei diesen Vorteilen eines modifizierten WKM II stellt sich die Frage, ob bereits eine Öffnung für Länder, die sich im Betriebsstatus befinden, angemes-

sen ist. Unter rechtlichen Aspekten wäre eine solche Ausweitung des WKM II nicht zu schwierig, da in der Tradition des ursprünglichen EWS der gesamte WKM II außerhalb des EU-Vertrags entworfen wurde. Wie schon erwähnt, basiert er auf einer Resolution des Rates und auf einer Vereinbarung zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken. Beide Dokumente könnten relativ einfach ergänzt und modifiziert werden, um einem Beitrittskandidaten die Teilnahme am WKM II zu erlauben.

Natürlich erfordert eine solche Öffnung des WKM II eine erweiterte Beobachtung nationaler Wirtschaftspolitiken durch die EU. Mit den erwähnten Richtlinien ist anzunehmen, dass die „broad policy guidelines“ für die Beitrittsländer bereits formuliert sind. Falls der Beitritt zum WKM II von der Erfüllung dieser Richtlinien abhängig gemacht wird, hätten die nationalen Regierungen einen starken Anreiz, eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik sowohl auf der mikro- als auch auf der makroökonomischen Ebene zu verfolgen.

## G. Schlussbetrachtung

Der Übergang von nationalen Währungen zum Euro stellt für die Politiker und Zentralbanker in den Beitrittsländern eine schwierige Herausforderung dar. Eine optimale Strategie sollte eine flexible Steuerung der inländischen Inflation bei gleichzeitiger Absicherung der Währung gegen spekulative Attacken auf dem Devisenmarkt gewährleisten. In diesem Beitrag stellten wir das System des Managed Floating als einen Ansatz dar, der zwischen den beiden Randlösungen absolut fester und frei-flexibler Wechselkurse liegt, die von den meisten Ökonomen favorisiert werden.

Die Besonderheit des Managed Floatings liegt in der gleichzeitigen Verwendung des Wechselkurses und des Zinssatzes als Operating Target der Geldpolitik, während bei den beiden anderen Ansätzen jeweils nur eine Größe als Operating Target verwendet wird. Wir haben gezeigt, dass dieser zusätzliche Freiheitsgrad durch den Einsatz sterilisierter Interventionen ermöglicht wird. Somit kann eine Notenbank, soweit sie einen durch die Zinsdifferenz vorgegebenen Wechselkurspfad steuern kann, auch einen Restriktionsgrad, ausgedrückt durch den MCI, erzeugen, der eine für ein flexibles Inflation Targeting typische Verlustfunktion minimiert. Bezüglich dieses Zusammenhangs unterscheidet sich ein System des Managed Floating nicht von einer Strategie frei-flexibler Wechselkurse, so lange letzterer sich gemäß der ungedeckten Zinsparität verhält. Wir haben allerdings gezeigt, dass die Empirie diesen Zusammenhang bei frei-flexiblen Wechselkursen nicht bestätigt, obwohl dies die zentrale Annahme sämtlicher Modelle des flexiblen Inflation Targetings in einer offenen Volkswirtschaft darstellt.

Unter der realistischeren Annahme, dass sich der frei-flexible Wechselkurs wie eine Zufallsgröße verhält, ist die Geldpolitik mit dem Problem konfrontiert, entweder Wechselkursschwankungen mit Hilfe des Zinssatzes zu kompensieren, oder aber den Wechselkurs bei ihrer Zinspolitik nicht zu berücksichtigen. Bei festen Wechselkursen hingegen ist eine Steuerung des MCI unmöglich, was somit ein Inflation Targeting von Anfang an ausschließt. Somit sind feste Wechselkurse nur unter ganz bestimmten Bedingungen zu empfehlen. Wir haben gezeigt, dass in frühen Phasen der Transformation feste Wechselkurse, insbesondere in der Form eines Currency Boards, eine durchaus adäquate geldpolitische Strategie sind.

Aufgrund unserer Präferenz für das System des Managed Floatings haben wir auch die Eignung des WKM II für diese Strategie analysiert. Wir haben gezeigt, dass es mit der Bandbreite von  $\pm 15\%$  möglich ist, einen Leitkurs zu bestimmen, ohne damit den Spielraum für eine Politik des Managed Floatings einzuschränken. Ein wichtiger Vorteil des WKM II ist die Voraussetzung, dass beiderseitige Vereinbarungen bzgl. der Anpassung der Paritäten notwendig sind, was die Gefahr eines Wechselkursdumpings ausschließt. Ein Hauptproblem der Interventionsregeln und der Kreditfazilitäten des WKM II ist, dass sie für eine enge Bandbreite geschaffen wurden und für die Situation einer hegemontischen Bundesbank, die sich relativ starken Partnern gegenüberstellt. Insgesamt kommt den Regeln des WKM II eine zu große Rolle im Bereich der marginalen Interventionen zu, wodurch sie nur eine beschränkte Unterstützung im Bereich der intramarginalen Interventionen bieten, die in einem System des Managed Floatings die dominierende Rolle spielen. Wir haben gezeigt, dass selbst im Fall einer Vervielfachung der Obergrenzen um das 20-fache die EZB weniger von der VSTF zu befürchten hat als die Bundesbank im Jahr 1979. Schließlich ist auch die Ausstiegsklausel des WKM II auf die Situation der Bundesbank im ursprünglichen WKM zugeschnitten. Heutzutage sollte sie sich an den „broad policy guidelines“ orientieren, die die Teilnehmerländer des WKM II erfüllen müssen. Zusammen mit der Festlegung einer erweiterten Kreditfazilität würde dies einen starken Anreiz für eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik schaffen. Mit diesen wechselseitigen Vorteilen eines modifizierten WKM II für die alten Teilnehmerländer und für die Beitrittsländer könnte man eine Teilnahme am WKM II auch als eine Vorstufe zu einem EU-Beitritt in Erwägung ziehen. Aus rechtlicher Sicht würde dies kein allzu großes Problem darstellen, da der gesamte WKM II nicht im EU-Vertrag verankert ist.

## Anhang 1

### *Optimale Geldpolitik mit einem MCI*

Modell 1: Eine Phillipskurve ohne direkten Wechselkurskanal

Das in Kapitel B vorgestellte Modell kann wie folgt zusammengefasst werden:

$$(24) \quad y = a - br + c\Delta q + \varepsilon_1$$

$$(25) \quad \pi = \pi_0 + dy + \varepsilon_2$$

Formal besteht das Problem einer Zentralbank darin, ihre Instrumente so einzusetzen, dass eine Verlustfunktion  $L$  mit den Zielvariablen  $\pi$  und  $y$  minimiert wird:

$$(26) \quad L = (1 - \gamma)(\pi - \pi_0)^2 + \gamma y^2.$$

Der Präferenzparameter  $\gamma$  stellt das relative Gewicht der beiden Ziele in der Verlustfunktion dar. Die Minimierung wird in zwei Schritten durchgeführt. Der erste Schritt ist die Minimierung von (26) unter der Nebenbedingung von (25) (d.h. Substitution von  $\pi - \pi_0$  in (26) durch  $dy + \varepsilon_2$  aus (25) und Berechnung der Bedingung erster Ordnung bezüglich  $y$ ), was zum optimalen Wert für  $y$  führt:

$$(27) \quad y = -\frac{d(\gamma - 1)}{d^2(\gamma - 1) - \gamma} \varepsilon_2.$$

Der zweite Schritt ist dann die Bestimmung des MCI, der als Linearkombination der zwei Zentralbankinstrumente definiert ist:

$$(28) \quad MCI = r + \delta \Delta q.$$

Auf der Basis dieses Modellaufbaus kann das einfach getan werden, da die zwei Instrumente nur die aggregierte Nachfrage beeinflussen. Mit  $\delta = c/b$  kann (24) umgeschrieben werden zu

$$(29) \quad y = a - b MCI + \varepsilon_1.$$

Setzt man (27) in (29) ein und löst nach dem MCI auf, ergibt die optimale Politikregel für die Zentralbank in Form des MCI:

$$(30) \quad MCI^{\text{opt}} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma - 1)}{b[d^2(\gamma - 1) - \gamma]} \varepsilon_2.$$

Ziel der Zentralbank ist es in diesem einfachen Modell, ihre zwei Instrumente  $r$  und  $\Delta q$  so einzusetzen, dass es zu einem optimalen MCI führt. Auf diese Weise ist im Falle heimischer Schocks die Minimierung der Verlustfunktion garantiert.

### Modell 2: Eine Phillipskurve mit direktem Wechselkurskanal in einer offenen Volkswirtschaft

Bei einer realistischeren Modellwelt wird die heimische Inflationsrate (außer von der aggregierten Nachfrage und infolgedessen von einem indirekten Wechselkurskanal) auch von einem direkten Wechselkurskanal beeinflusst. Die Phillipskurve muss modifiziert werden zu

$$(31) \quad \pi = \pi_0 + dy + e\Delta q + \varepsilon_2.$$

Das Problem der Notenbank löst man nun durch Substitution von  $\pi - \pi_0$  in (26) durch  $dy + e\Delta q + \varepsilon_2$  aus (31) und Berechnung der Bedingung erster Ordnung in Bezug auf  $y$ , was wiederum zum optimalen Wert für  $y$  führt:

$$(32) \quad y = -\frac{d(\gamma-1)(\varepsilon_2 + e\Delta q)}{d^2(\gamma-1) - \gamma}.$$

Im zweiten Schritt setzen wir (32) in (24) ein und lösen die resultierende Gleichung nach einer Linearkombination von  $r$  und  $\Delta q$  auf:

$$(33) \quad r - \left[ \frac{c}{b} + \frac{d(\gamma-1)e}{d^2(\gamma-1) - \gamma} \right] \Delta q = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1) - \gamma]} \varepsilon_2.$$

Der Term in Klammern auf der linken Seite von Gleichung (33) wird gleich  $\delta^{\text{open}}$  gesetzt und es ergibt sich eine optimale Politikregel ähnlich der in Gleichung (30):

$$(34) \quad MCI^{\text{opt}} = r - \delta^{\text{open}} \Delta q = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1) - \gamma]} \varepsilon_2.$$

Setzt man  $e = 0$  (das entspricht einer Phillipskurve in einer geschlossenen Volkswirtschaft), so ist  $\delta^{\text{open}}$  gleich  $\delta$ , und das Politikproblem der Zentralbank ist identisch.

## Anhang 2

### *Managed Floating mit einem direkten Wechselkurskanal*

Dieser Anhang zeigt die Funktionsweise einer Strategie des Managed Floating für eine Modellstruktur mit einer um die offene Volkswirtschaft erweiterten Phillipskurve. Die Strukturparameter sind dieselben wie für die Berechnungen in Tabelle 1 ( $a = 2,4$ ;  $b = 0,8$ ;  $c = 0,2$ ;  $d = 0,6$ ;  $\pi_0 = 2,0$ ;  $\gamma = 0,5$ ). Zusätzlich haben wir einen Wert von 0,3 für die Wechselkurselastizität der heimischen Inflationsrate ( $e$ ) angenommen.

*Tabelle 4*  
**Managed Floating und Schocks mit einem direkten Wechselkurskanal**

		t = 0		t = 1				
		neutral		Ausländische Schocks		Heimische Schocks		
Fall		r <sup>*</sup> gesun- ken (I)	r <sup>*</sup> gestie- gen (II)	positiver Nachfra- geschock (III)	negativer Nachfra- geschock (IV)	positiver Angebots- schock (V)	negativer Angebots- schock (VI)	
		MCI <sup>opt</sup>	3,00	3,00	3,00	<b>4,00</b>	<b>2,00</b>	
Instrumente		R	3,00	4,42	1,58	4,71	1,29	
$\Delta q$		0,00	3,42	-3,42	1,71	-1,71	1,71	
I		5,00	7,18	2,82	7,09	2,91	8,42	
$\Delta s$		0,00	4,18	-4,18	2,09	-2,09	3,42	
Ausl. Schocks								
I <sup>*</sup>	5,00	3,00	7,00	5,00	5,00	5,00	5,00	
R <sup>*</sup>	3,00	<b>1,00</b>	<b>5,00</b>	3,00	3,00	3,00	3,00	
$\pi^*$	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Heim. Schocks								
$\varepsilon_1$	0,00	0,00	0,00	<b>0,80</b>	<b>-0,80</b>	0,00	0,00	
$\varepsilon_2$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>1,81</b>	<b>-1,81</b>	
Zielvariablen								
$\pi$	2,00	2,75	1,25	2,38	1,62	3,71	0,29	
Y	0,00	-0,45	0,45	-0,23	0,23	-1,02	1,02	
Verlust	0,00	0,10	0,10	0,03	0,03	0,52	0,52	

Die Ergebnisse, im Hinblick auf die erforderliche Anpassung des Policy-Mix in Reaktion auf die Schocks, sind qualitativ dieselben wie in Kapitel C. Es gibt jedoch einen zusätzlichen Mechanismus, der von Bedeutung ist. Immer wenn der Wechselkurspfad angepasst werden muss, steht die Zentralbank vor einem Trade-off zwischen ihren beiden Endzielen. Das resultiert daher, dass zum Beispiel im Falle eines positiven Nachfragergeschocks eine stärkere Abwertung (die benötigt wird, um über eine höhere nachfrage seitige geldpolitische Restriktion durch höhere Zinsen den Output zu senken) durch die um die offene Volkswirtschaft erweiterte Phillipskurve direkt zu einer höheren Inflationsrate führt. Folglich hat jede Veränderung von  $\Delta q$  dieselben Auswirkungen wie ein Angebotsschock.

### Anhang 3

#### *Schätzung der ungedeckten Zinsparität unter verschiedenen Wechselkursregimen*

Das Ziel war es, die Unverzerrtheits-Hypothese der ungedeckten Zinsparität unter rationalen Erwartungen mit der folgenden Regressionsgleichung zu testen:

$$(35) \quad \Delta s_{t,t+3M} = \alpha + \beta(i_{t,3M}^f - i_{t,3M}) + \epsilon_{t,t+3M}.$$

Die Länder unserer Stichprobe sind die Tschechische Republik, Ungarn, Polen und Slowenien, deren Wechselkurse ( $s$ ) in Relation zur D-Mark ausgedrückt sind. Die Dreimonatsveränderungen der bilateralen Wechselkurse wurden gegen die Differenzen der Treasury Bill Rate regressiert, die, mit Ausnahme der Tschechischen Republik und Sloweniens, aus den International Financial Statistics des IWF entnommen wurden. Der tschechische Dreimonatszinssatz wurde aus den täglichen Einlagekursen am Interbankenmarkt errechnet, die von der Tschechischen Nationalbank veröffentlicht werden ([http://www.cnb.cz/en/\\_finrhy/pribor.htm](http://www.cnb.cz/en/_finrhy/pribor.htm)). Die slowenischen Zinssätze sind durchschnittliche Einlagezinssätze bei Geschäftsbanken mit einer Laufzeit von 31 bis 90 Tagen, die dem Monatsbericht der Slowenischen Nationalbank entnommen wurden.

Unglücklicherweise waren die Eigenschaften der Zeitreihen in Bezug auf ihre Stationarität unklar. In allen Fällen (außer bei Slowenien) stellten sich die Zinsdifferenzen als nicht-stationär heraus, während die Dreimonatsveränderungen der bilateralen Wechselkurse immer stationär waren. Die Ergebnisse des ADF-Tests sind in Tabelle 5 zusammengefasst.

Die kritischen Werte auf 10 %-Niveau zur Ablehnung der Nullhypothese, dass die untersuchte Zeitreihe nicht-stationär ist, sind  $-2,58$  mit Konstante und  $-3,15$  mit Konstante und Trend. Mit diesen Ergebnissen war es nicht möglich eine einfache OLS-Schätzung (wie es üblicherweise in der Literatur gemacht wird) durchzuführen, ohne die Möglichkeit von Scheinkorrelationen zu berücksichtigen. Aus diesem Grund wählten wir eine dynamische Struktur für unser Schätzmodell. Die Tests basieren auf einer Regression der Form

$$(36) \quad \Delta Y_t = \theta(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + \sum_{i=1}^n \phi_{t-i} \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t,$$

was eine mögliche Formulierung eines Fehlerkorrekturmodells ist.  $Y_t$  stellt die Dreimonatsveränderungen des bilateralen Wechselkurses und  $X_t$  die Zinsdifferenz dar. Die interessierenden Koeffizienten sind  $\alpha$  und  $\beta$ , die das langfristige Gleichgewicht der UIP determinieren. Der Anpassungsparameter  $\theta$  muss negativ (und signifikant) sein, um die Stabilität des Gleichgewichts zu gewährleisten. Der Vorteil eines solchen Modells ist, dass es sowohl für stationäre als auch für nicht-stationäre Variablen anwendbar ist. Nichtsdestotrotz macht auch dieses Modell keinen Sinn, wenn bei bivariater Struktur

eine Variable stationär und die andere nicht-stationär ist. Unter solchen Bedingungen dürften die Residuen nicht „white noise“ sein und die zugrundeliegende Regression wird als „spurious regression“ bezeichnet.

*Tabelle 5*  
**Ergebnisse des ADF-Tests**

	Zeitraum	Variable	Konstante (c) oder Trend (t)	Lags	t( $\hat{\rho}$ )
Tsch. Republik	01/93– 12/96	$\Delta s_{t,t+3M}$	t	1	-4,05
		$i_{t,3M} - i_{t,3M}^f$	t	1	-2,11
Tsch. Republik	01/98– 04/01	$\Delta s_{t,t+3M}$	c	2	-4,31
		$i_{t,3M} - i_{t,3M}^f$	c	2	-2,51
Ungarn	04/95– 04/01	$\Delta s_{t,t+3M}$	t	1	-5,08
		$i_{t,3M} - i_{t,3M}^f$	t	0	-1,73
Polen	01/92– 12/96	$\Delta s_{t,t+3M}$	t	1	-5,44
		$i_{t,3M} - i_{t,3M}^f$	t	2	-2,87
Polen	01/98– 04/01	$\Delta s_{t,t+3M}$	t	2	-6,08
		$i_{t,3M} - i_{t,3M}^f$	c	0	-2,53
Slowenien	01/93– 04/01	$\Delta s_{t,t+3M}$	c	6	-3,28
		$i_{t,3M} - i_{t,3M}^f$	t	0	-7,49

Aus diesem Grund war unsere Vorgehensweise eine eher pragmatische. Wir haben für jedes Land (und jede Unterperiode) Gleichung (36) geschätzt. Die Ergebnisse sind in den Tabellen 6a und 6b zusammengefasst. Die Zahlen in Klammern sind p-Werte. Die Anzahl der autoregressiven Terme wurde solange erhöht, bis keine Autokorrelation mehr in den Residuen vorlag. Insignifikante (auf dem 10 %-Niveau) autoregressive Terme wurden entfernt. Dann untersuchten wir, ob die Residuen stationär sind (siehe die t-Statistik in der letzten Spalte von Tabelle 6b).

*Tabelle 6a*  
**Ergebnisse des Fehlerkorrekturmodells**

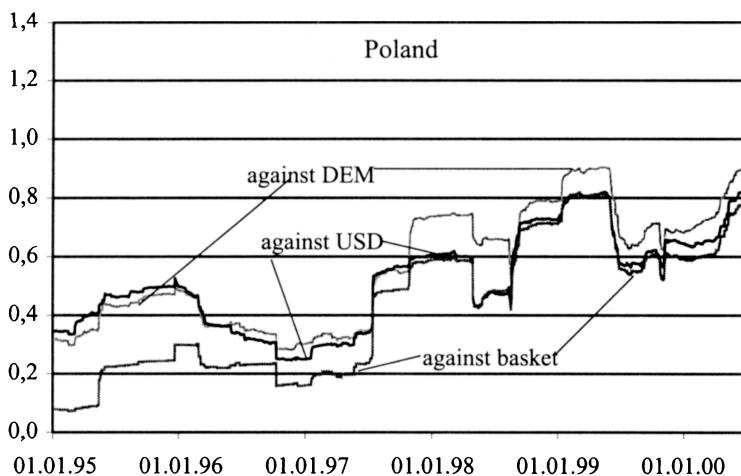
	Zeitraum	$\theta$	$\hat{\alpha}$	$\hat{\beta}$	$\hat{\phi}_{t-1}$	$\hat{\phi}_{t-2}$
Tsch. Republik	01/93–12/96	-0,61 (0,00)	0,02 (0,01)	-1,47 (0,00)	0,50 (0,00)	
Tsch. Republik	01/98–04/01	-0,49 (0,01)	-0,01 (0,26)	0,53 (0,41)	0,38 (0,04)	0,33 (0,02)
Ungarn	04/95–04/01	-0,30 (0,00)	-0,01 (0,36)	0,76 (0,06)	0,37 (0,00)	
Polen	01/92–12/96	-0,55 (0,00)	-0,06 (0,03)	1,95 (0,00)	0,55 (0,00)	
Polen	01/98–04/01	-0,65 (0,00)	0,02 (0,61)	-0,80 (0,58)	0,32 (0,06)	0,29 (0,09)
Slowenien	01/93–04/01	-0,24 (0,00)	0,00 (0,85)	0,54 (0,00)	0,53 (0,00)	0,40 (0,00)

Die Ergebnisse sind eindeutig. Bei einem gegebenen Wert zur Ablehnung der Nullhypothese der Nichtstationarität der Residuen auf dem 1 %-Niveau von -2,62 (ohne Konstante, ohne Trend) zeigen unsere Ergebnisse, dass alle Residuen „white-noise“ sind. Weiterhin ist der Anpassungsparameter  $\theta$  negativ und signifikant verschieden von Null. Abschließend übertrugen wir die  $\alpha$ - und  $\beta$ -Spalten in Tabelle 6a.

Für Polen und die Tschechische Republik haben wir den Untersuchungszeitraum in zwei Unterabschnitte unterteilt. Während die Tschechische Republik offiziell 1997 von einem Währungskorb zum Inflation Targeting mit flexiblen Wechselkursen überging, erweiterte Polen über die Jahre hinweg schrittweise das Wechselkursband. Offiziell gab die polnische Regierung das System des Crawling Pegs im April 2000 auf und ließ den Zloty frei floaten. Tatsächlich begann der Wechsel aber einige Jahre früher. Abbildung 2 zeigt, dass der größte Teil des Regimewechsels 1997 stattfand, als die Volatilität des Zloty signifikant anstieg. Dasselbe kann für die Tschechische Krone beobachtet werden. In beiden Fällen haben wir uns letztlich dafür entschieden, den ersten Zeitabschnitt im Dezember 1996 und den zweiten im Januar 1998 beginnen zu lassen.

*Tabelle 6b*  
**Ergebnisse des Fehlerkorrekturmodells**

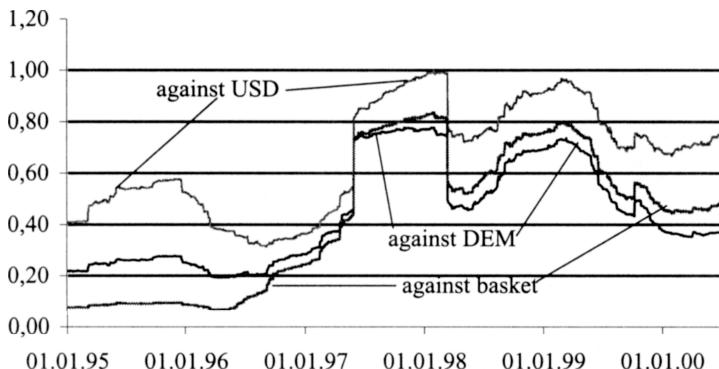
	Zeitraum	$\hat{\phi}_{t-3}$	$\hat{\phi}_{t-4}$	$\hat{\phi}_{t-5}$	$\hat{\phi}_{t-6}$	t( $\hat{\rho}$ )
Tsch. Republik	01/93–12/96					-6,07
Tsch. Republik	01/98–04/01	-0,28 (0,07)	0,28 (0,08)			-6,22
Ungarn	04/95–04/01	-0,23 (0,03)				-7,95
Polen	01/92–12/96					-7,48
Polen	01/98–04/01	-0,28 (0,09)				-5,85
Slowenien	01/93–04/01	-0,66 (0,00)	0,18 (0,05)	0,36 (0,00)	-0,35 (0,00)	-8,59



Quelle: Nationale Notenbanken, Datastream, eigene Berechnungen

Abbildung 2a: Standardabweichung täglicher Wechselkursveränderungen in Polen (gleitender 200-Tage-Durchschnitt)

## Czech Republic



Quelle: Nationale Notenbanken, Datastream, eigene Berechnungen

Abbildung 2b: Standardabweichung täglicher Wechselkursveränderungen in der Tschechischen Republik (gleitender 200-Tage-Durchschnitt)

#### Anhang 4

##### *Optimale Geldpolitik über den Realzins*

Wie zuvor besteht das Modell aus den folgenden Gleichungen:

$$(37) \quad y = a - br + c\Delta q + \varepsilon_1,$$

$$(38) \quad \pi = \pi_0 + dy + \varepsilon_2$$

$$(39) \quad L = (1 - \gamma) (\pi - \pi_0)^2 + \gamma y^2.$$

Die Minimierung von (39) unter der Nebenbedingung von (38) ergibt das Optimum für  $y$ :

$$(40) \quad y = -\frac{d(\gamma - 1)}{d^2(\gamma - 1) - \gamma} \varepsilon_2.$$

Der zweite Schritt besteht nun darin, den optimalen Realzins  $r^{\text{opt}}$  zu finden. Durch Einsetzen von (40) in (37) und Auflösen nach  $r$  erhält man die optimale Politikregel der Zentralbank in Form des Realzinses:

$$(41) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b}\varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1)-\gamma]}\varepsilon_2 + \frac{c}{b}\Delta q.$$

Die entscheidende Frage ist nun, welche Annahmen über die Beziehung zwischen  $r$  und  $\Delta q$  gemacht werden.

Szenario 1: Es liegt eine stabile Beziehung zwischen  $r$  und  $\Delta q$  vor

Diese Beziehung wird in der Regel durch die ungedeckte Zinsparität ausgedrückt.  
Der Zusammenhang

$$(42) \quad \Delta s + \alpha = i - i^*$$

kann über die Gleichungen

$$(43) \quad i = r + \pi.$$

und

$$(44) \quad \Delta s = \Delta q + \pi - \pi^*.$$

in die Realzinsparität

$$(45) \quad \Delta q + \alpha = r - r^*$$

überführt werden. Einsetzen von (45) in (41) ergibt

$$(46) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b}\varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1)-\gamma]}\varepsilon_2 + \frac{c}{b}(r - r^* - \alpha).$$

Unter der Annahme, dass  $r = r^{\text{opt}}$  gilt, kann Gleichung (46) nach  $r$  aufgelöst werden:

$$(47) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b-c} + \frac{1}{b-c}\varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{(b-c)[d^2(\gamma-1)-\gamma]}\varepsilon_2 + \frac{c}{b-c}(r^* + \alpha).$$

Gleichung (47) stellt den optimalen Realzins für eine Zentralbank dar, die bei frei-flexiblen Wechselkursen unter der Annahme der Gültigkeit der ungedeckten Zinsparität agiert. Es lässt sich leicht nachweisen, dass diese Politik übereinstimmt mit der in den Kapiteln B und C für die Strategie des Managed Floating abgeleiteten MCI-Regel. Der MCI, den die Zentralbank mit den ihr zur Verfügung stehenden Instrumenten erreichen kann, ist nach Gleichung (16)

$$(48) \quad \text{MCI}^{\text{mf}} = (1 - \delta)r + \delta r^*.$$

Nach Gleichung (6) ist der MCI, der zur Minimierung der Verlustfunktion der Zentralbank erreicht werden sollte

$$(49) \quad MCI^{\text{opt}} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1)-\gamma]} \varepsilon_2.$$

Gleichsetzen von (48) und (49) und Auflösen nach  $r$  mit  $\delta = c/b$  ergibt schließlich

$$(50) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b-c} + \frac{1}{b-c} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{(b-c)[d^2(\gamma-1)-\gamma]} \varepsilon_2 + \frac{c}{b-c} r^*.$$

Der einzige Unterschied zwischen (50) und (47) ist die Risikoprämie  $\alpha$ , welche durch kontinuierliche Devisenmarktinterventionen bei einer Strategie des Managed Floating verschwindet.

Szenario 2: Es liegt keine stabile Beziehung zwischen  $r$  und  $\Delta q$  vor

Das zentrale Ergebnis empirischer Studien bezüglich der Bestimmungsgrößen des Wechselkurses lautet, dass die Schwankungen frei-flexibler Wechselkurse in der kurzen und mittleren Frist nicht durch makroökonomische Fundamentaldaten erklärt werden können. Doch gerade dieser Zeitraum ist für die Geldpolitik von Bedeutung. Daher erhält man in der Regel bessere Ergebnisse, wenn man für das Verhalten des Wechselkurses einfach einen Random Walk unterstellt:

$$(51) \quad \Delta q = \eta.$$

Hierbei ist  $\eta$  eine unabhängig und identisch verteilte Variable mit  $E[\eta] = 0$  und konstanter Varianz. Durch Einsetzen von (51) in (41) erhält man schließlich den optimalen Realzins bei frei-flexiblen Wechselkursen:

$$(52) \quad r^{\text{opt}} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \varepsilon_1 + \frac{d(\gamma-1)}{b[d^2(\gamma-1)-\gamma]} \varepsilon_2 + \frac{c}{b} \eta.$$

Es ist ersichtlich, dass die Zentralbank nun noch auf einen zusätzlichen Störterm reagieren muss, was nicht nur zu instabilen Wechselkursen, sondern auch zu instabilen Zinssätzen führt.

## Zusammenfassung

In der aktuellen währungspolitischen Debatte wird von den meisten Ökonomen eine der beiden Randlösungen, also absolut feste Wechselkurse oder frei-flexible Wechselkurse, favorisiert. Wir zeigen in diesem Beitrag einerseits, dass die Voraussetzungen für ein erfolgreiches Fixkurssystem sehr restriktiv sind. Auf der anderen Seite kommen die Vorteile frei-flexibler Wechselkurse in einer kleinen offenen Volkswirtschaft nur dann zum Tragen, wenn Wechselkurse sich gemäß ihrer Fundamentaldaten entwickeln. Als Zwischenlösung schlagen wir eine Strategie des Managed Floating vor, bei der eine

Notenbank gleichzeitig die Geldmarktzinsen und den Wechselkurs steuert. Auf diese Weise kann sie sowohl makroökonomische Binnenziele erreichen als auch außenwirtschaftliche Stabilität gewährleisten. Abschließend prüfen wir, ob der Wechselkursmechanismus des derzeitigen Europäischen Währungssystems einen geeigneten institutionalen Rahmen für eine Strategie des Managed Floating darstellt.

## Summary

The actual mainstream view of academics emphasizes the so-called „two corner solution“ with either absolutely fixed or independently floating exchange rates. We will argue in this paper that the requirements for fixed rates are very restrictive to be successful. On the other hand, the advantage of an independent float is only valid for small open economies under the assumption of exchange rate movements closely related to movements in the fundamentals. We suggest as an intermediate solution a strategy of managed floating where central banks simultaneously control the interest rate and the exchange rate in a way that guarantees both, the achievement of domestic macroeconomic objectives and an equilibrium on the international financial markets. We then examine the appropriateness of the Exchange Rate Mechanism of the current European Monetary System as an institutional framework for a strategy of managed floating and propose the necessary reforms.

## Literaturverzeichnis

- Ball, L. (1999): Policy Rules for Open Economies, in: J.B.Taylor (Hrsg.), Monetary Policy Rules, Chicago, 127–156.*
- Bofinger, P. (2001): Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments, Oxford.*
- Bofinger, P./Wollmershäuser, T. (2001a): Is there a third way to EMU for the EU accession countries?, Economic Systems, No. 25, S. 253–274.*
- (2001b): Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order, CEPR Discussion Paper No. 3064.
- ECOFIN (2001): Exchange rate aspects of enlargement, European Economy – European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, February, Supplement C, S. 1–3.*
- Emminger, O. (1986): D-Mark, Dollar, Währungskrisen: Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten, Stuttgart.*
- Evans, M.D.D./Lyons, R.K. (2001): Order Flow and Exchange Rate Dynamics, in: <http://haas.berkeley.edu/~lyons/orderflow.pdf>, zugegriffen am 01.03.2002.*
- Flood, R.P./Rose, A.K. (1999): Understanding Exchange Rate Volatility without the Contrivance of Macroeconomics, The Economic Journal, 109, F660–F672.*

- Froot, K.A./Thaler, R.H. (1990): Anomalies: Foreign Exchange, Journal of Economic Perspectives, No. 4, 179–192.*
- Hüfner, F. (2002): Sterilized Foreign Exchange Interventions as a Monetary Policy Tool in Inflation Targeting Countries, unveröffentlichtes Manuskript, Mannheim.*
- Isard, P. (1995): Exchange rate economics, Cambridge.*
- McCallum, B.T. (2000): Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates, NBER Working Paper No. w7677.*
- Orlowski, L.T. (2001): From Inflation Targeting to the euro-peg; A model of monetary convergence for transition economies, Economic Systems, No. 25, S. 233–251.*
- Reserve Bank of New Zealand (2000): The evolution of monetary policy implementation, Monetary Policy Review, in: <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096178.html>, zugegriffen am 01.03.2002.*
- Svensson, L.E.O. (1999): Inflation targeting as a monetary policy rule, in: Journal of Monetary Economics, No. 43, S. 607–654.*
- (2000): Open-economy Inflation Targeting, in: Journal of International Economics, No. 50, S. 155–183.
  - (2001): Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand, in: <http://www.princeton.edu/~svensson/NZ/RevNZMP.htm>, Zugriff am 01.03.2002.

# **Ergebnisse der Podiumsdiskussionen**

Von Joachim Ahrens

## **A. Europäische Währungsunion – politischer Preis oder ökonomische Rationalität?**

Der Tagungsband wäre unvollständig, wenn nicht auch die wichtigsten Thesen der beiden Podiumsdiskussionen vorgestellt würden. Zur ersten Diskussionsrunde fanden sich folgende Teilnehmer zusammen:

- *Dr. Martin Hüfner*, Chefvolkswirt der HypoVereinsbank München
- *David Marsh*, Vizepräsident von Hawkpoint Partners, London
- *Prof. Dr. Dr. h.c. Joachim Starbatty*, Universität Tübingen
- *Prof. Alfred Steinherr Ph.D.*, Freie Universität Bozen
- *Dr. Werner Steuer*, Bonn

Die Diskussion leitete *Dr. Werner Mussler* (FAZ).

In der Diskussion wurde insbesondere den folgenden Fragestellungen nachgegangen:

1. War die Einführung der Europäischen Währungsunion ein politischer Preis für die deutsche Wiedervereinigung?
2. Welches sind die Nutzen/Risiken der Einführung des Euro?
3. Wie sind die bisherigen Erfahrungen mit der Gemeinschaftswährung zu bewerten?

Die Diskussion soll hier allerdings nicht in vollem Umfang nachgezeichnet werden, sondern es werden im folgenden nur einige prägnante Thesen vorgestellt.

- *Hüfner*: Die monetäre Integration Europas, d.h. die Schaffung einer Währungsgemeinschaft, sei seit den fünfziger Jahren (immer auch) ein politisches Ziel gewesen. Unterschiedliche Auffassungen hätten vornehmlich in Bezug auf die Frage bestanden, welcher Weg hierfür gewählt werden sollte: Die Europäische Währungsunion als Krönung des Gemeinsamen Marktes

und einer politischen Union oder eine Europäische Währungsunion als Vehikel zur Förderung der politischen und ökonomischen Integration?

- *Marsh*: Die deutsche Wiedervereinigung sei ein wichtiger Katalysator für die (fahrplanmäßige) Einführung des Euro gewesen.
- *Steuer*: In Bezug auf die politische Umsetzung des Vertrags von Maastricht habe die Politik an Glaubwürdigkeit verloren; da der Umsetzungsprozess kaum demokratisch legitimiert gewesen sei. Es habe keine Anhörungen, keine gründliche Beratung in den Ausschüssen und keine umfassende öffentliche Diskussion gegeben. Dieser Glaubwürdigkeitsverlust könne zu einem mangelnden Vertrauen der Bürger in den Euro beigetragen haben.
- Hinsichtlich der Nutzen und Risiken der Europäische Währungsunion sowie der bisherigen Erfahrungen mit dem Euro wurden sehr differenzierte Standpunkte vertreten. Einigkeit bestand allerdings darüber, dass die Funktionsfähigkeit der Währungsunion u.a. voraussetzt, dass sowohl politische Sorgfalt als auch bestimmte ökonomische Rahmenbedingungen das Projekt begleiten, und das heißt insbesondere, dass die Länder überfällige Strukturreformen durchführen müssen.
- *Steinherr*: Auch in einem gemeinsamen Währungsraum sei jedoch Unterschiedlichkeit wünschenswert. Die Existenz verschiedener politischer Akteure (Regierungen) in der Eurozone, die unterschiedliche Interessen verfolgen und mit verschiedenen wirtschaftlichen Problemen konfrontiert sind, impliziere einen automatischen Ausgleichsmechanismus, da stabilitätspolitisches Fehlverhalten in allen Ländern zur selben Zeit nicht zu erwarten sei. Einen Finanzausgleich oder eine verstärkte Politikkoordination müsse es nicht geben.
- *Starbatty*: Eine solche optimistische Sichtweise sei nicht gerechtfertigt. Im Gegenteil: Aufgrund der fehlenden Stabilitätskultur in Europa und eines möglichen Trittbrettfahrerverhaltens einzelner Regierungen sei nicht mit einem automatischen stabilitätspolitischen Ausgleich bei 12 oder mehr Teilnehmerländern zu rechnen. Daher sei eine politische Fundierung der Europäischen Währungsunion unverzichtbar. Nur durch einvernehmliche politische Spielregeln könnten potenzielle Konflikte zwischen der Geldpolitik und anderen Politiken verhindert oder entschärft werden.
- *Marsh*: Es bestehe ein Bedarf an expliziten Ausgleichsmechanismen (im Sinne eines Finanzausgleichs und eines größeren Maßes an Politikkoordination v.a. hinsichtlich der Finanzpolitik), um das Fehlen einer umfassenden Stabilitätskultur in Europa und die Entstehung ungleichgewichtiger realer Wechselkurse zu kompensieren.

- *Hüfner*: Unstrittig sei, dass der Euro zu einer nachhaltigen Integration der europäischen Kapitalmärkte geführt habe. Davon hätten vor allem frühere Hochzinsländer profitiert.
- *Hüfner*: Die Tatsache, dass bislang kaum Transaktionskostensparnisse erzielt werden konnten, könne auf einen möglichen J-Kurven-Effekt zurückgeführt werden, der durch die Euro-Einführung ausgelöst wurde. Zunächst (auf kurze Sicht) müsse auch mit wirtschaftlichen Nachteilen durch die Euro-Einführung gerechnet werden: Die Marktteilnehmer müssten sich an die neue Währung gewöhnen, die Institutionen lernen, mit ihr umzugehen, und die nationalen Entscheidungsträger lernen, den Verlust ihrer währungspolitischen Souveränität zu kompensieren. Nach Abschluss dieser Lernprozesse würden aber die ökonomischen Vorteile überwiegen.
- Die bisherige Geldpolitik der EZB wurde sehr unterschiedlich beurteilt: Einerseits wurde betont, dass die EZB ihre Aufgabe, die Gewährleistung der Preisstabilität, bislang gut erfüllt habe und dass die Senkung der langfristigen Zinsen ein klarer Vertrauensbeweis der Märkte sei (*Bofinger*). Andererseits wurde die verfehlte Kommunikationspolitik der EZB beklagt (*Marsh*) und argumentiert, dass die Geldpolitik wenig nachvollziehbar und kaum berechenbar gewesen sei (*Steuer*). Insbesondere die zeitweilig relativ aktive Zinspolitik sei nicht geeignet gewesen, Vertrauen in den Märkten zu erzeugen (*Starbatty*).
- Auch das sogenannte Zwei-Säulen-Konzept der EZB geriet in die Kritik: Einerseits wurde die zunehmend geringere Bedeutung der ersten Säule beklagt (*Steuer*). Andererseits wurde argumentiert, dass gerade das explizite Festhalten der EZB an der ersten Säule nicht nachzuvollziehen sei (*Bofinger*). Dennoch habe die EZB kein Glaubwürdigkeitsproblem. Es wurden erste Untersuchungen zitiert (*Welfens*), aus denen hervorgehe, dass die Öffentlichkeit die von der EZB angekündigten Inflationsziele als glaubwürdig ansehe und diese ihrer Erwartungsbildung zugrunde lege.

## B. Osterweiterung der EU und ihre Auswirkungen auf die Stabilität des Euro-Raums

In der zweiten Podiumsdiskussion fanden sich folgende Teilnehmer zusammen:

- Prof. Dr. Peter Bofinger, Universität Würzburg
- Prof. Dr. Rolf Caesar, Universität Hohenheim
- Dr. Rainer Schweickert, Institut für Weltwirtschaft, Kiel
- Prof. Dr. Stefan Tangermann, Universität Göttingen
- Prof. Dr. Paul J. J. Welfens, Universität Potsdam

Die Diskussion leitete Prof. Dr. Dr. h.c. Helmut Hesse, Universität Göttingen.

In der Diskussion wurde insbesondere den folgenden Fragestellungen nachgegangen:

1. Welche Auswirkungen hat der Mangel an realer Konvergenz zwischen den EU-Beitrittskandidaten und den gegenwärtigen Mitgliedsländern auf die Stabilität des Euro-Raums?
2. Ist die (geplante) EU-Osterweiterung für den schwachen Außenwert des Euro verantwortlich? Welche Rolle spielt in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in Europa auf der internationalen Ebene (bislang noch) nicht mit einer Stimme sprechen?

Auch hier wird die Diskussion nicht in vollem Umfang wiedergegeben, sondern es werden im Folgenden nur einige wesentliche Aussagen zusammengefasst.

- *Tangermann*: Die Beitrittskandidaten wiesen im Vergleich zur EU sehr unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen auf. Insbesondere sei die Bedeutung des Agrarsektors etwa fünf- bis zehnmal mal so hoch wie in der EU. Das mache diese Länder für spezifische Schocks anfällig. Andererseits impliziere die wirtschaftliche und strukturelle Rückständigkeit dieser Länder auch ein großes Wachstumspotenzial. Aufgrund der (im Vergleich zu den gegenwärtigen EU-Ländern) zu erwartenden relativ hohen Wachstumsraten würden die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen in diesen Ländern anders verlaufen als in der EU. Aufgrund der strukturellen Rückständigkeit und der hohen Bedeutung der Landwirtschaft sei – bei Beibehaltung des gegenwärtigen EU-Transfersystems – damit zu rechnen, dass allein die agrarpolitisch bedingten Transfers in den Empfängerländern zwischen 1,5 und 4,7 % des jeweiligen Sozialprodukts betragen werden. Fortdauernde Transfers in dieser Größenordnung würden Auswirkungen auf den Devisenmärkten haben und Aufwertungstendenzen bewirken. Die ohnehin bestehende Tendenz zu real aufwertenden Währungen in den Beitrittsländern würde dadurch noch verstärkt werden. Durch den Aufwertungsdruck würde eine Situation entstehen, welche eine rasche Einbindung dieser Länder in den Euroraum erschweren könnte.
- *Caesar*: Es sei nicht damit zu rechnen, dass die Beitrittsländer hinsichtlich der Vergabe von EU-Transfers diskriminiert werden würden. Zur Förderung der realen Konvergenz sei ein EU-Transfersystem auch sinnvoll. Das gegenwärtige System sei allerdings intransparent, schwer zu kontrollieren und zum Teil in seinen Wirkungen pervertiert und müsse dringend reformiert werden – eventuell in Richtung eines offenen Finanzausgleichs mit klar erkennbaren Beträgen und u.U. in makroökonomischer Hinsicht konditioniert.
- *Bofinger*: Eine Währungsunion bedürfe jedoch keiner politischen Union, von der lediglich negative Wirkungen ausgingen – z.B. in Form von Ten-

denzen zur raschen Angleichung der Löhne und Sozialstandards und von zunehmenden Forderungen nach Transfers.

- *Welfens*: Zur Förderung der realen Konvergenz sei es erforderlich, aufgrund der Heterogenität der Beitrittskandidaten länderspezifische Politikkonzepte zu entwickeln und die Wirtschaftspolitik im Sinne wirtschaftstheoretischer Kontrolle und Fundierung zu professionalisieren.
- *Caesar*: Die zu erwartenden hohen (und über dem EU-Durchschnitt liegenden) Wachstumsraten in den Beitrittsländern würden einen enormen Änderungsbedarf in Bezug auf die realen Wechselkurse auslösen. Statt auf interne Anpassungsprozesse zu vertrauen, sollten diese Länder daher ihre Flexibilität in der Währungspolitik beibehalten und zunächst weder eine enge Wechselkursbindung im EWS II eingehen noch eine Euroisierung anstreben.
- *Schweickert*: Die zu beobachtenden und zu erwartenden realen Aufwertungstendenzen seien auch für einen Beitritt zur Währungsunion unproblematisch. Sie implizierten zwar eine über dem EU-Durchschnitt liegende Inflationsrate in den Beitrittsländern. Allerdings habe die Inflationsrate in den Beitrittsländern auf die durchschnittliche Inflationsrate in Euroland keinen Einfluss. Demzufolge hätten höhere Inflationsraten in Beitrittsländern keine Auswirkungen auf die Wahl der geldpolitischen Strategie der EZB. Auch die Länder selbst hätten kein Problem, da es sich in diesen Fällen um gleichgewichtige reale Aufwertungen handele.
- *Ohr*: Die mittel- und osteuropäischen Beitrittsländer wiesen eine sehr starke Heterogenität im Vergleich zu den gegenwärtigen Mitgliedern der EWU auf. Dabei seien die Unterschiede wesentlich gravierender als es bei der Süderweiterung der EU der Fall war. Diese Heterogenität werde sich nicht in wenigen Jahren abbauen – selbst dann nicht, wenn die Maastricht-Kriterien erfüllt werden könnten. Auch wenn die Beitrittsländer gegenwärtig gute Wachstumsaussichten hätten, müsse dies nicht so bleiben.
- *Welfens*: Die Beitrittsländer seien sehr krisenanfällig. Die Entscheidung, Länder in die Europäische Währungsunion aufzunehmen, dürfe nicht allein anhand des Kriteriums getroffen werden, dass diese Länder ein paar Jahre lang eine relativ gute ökonomische Performance aufweisen konnten.
- *Schweickert*: Als Ökonom könne man mit den Maastricht-Kriterien nicht zufrieden sein. Wenn man zusätzliche Kriterien wie z.B. die Schaffung marktwirtschaftlicher Institutionen oder die Stabilität des Bankensystems heranziehen würde, stelle man fast, dass einige Beitrittskandidaten erhebliche Rückstände aufweisen. Andererseits seien die Beitrittsländer hinsichtlich der Erfüllung der Maastricht-Kriterien weiter als erwartet und könnten kaum über längere Zeit aus der Währungsunion ferngehalten werden. Diejenigen Länder, welche die Maastricht-Kriterien *und* andere Anforderungen (wie

z.B. die Schaffung marktwirtschaftlicher Institutionen und die Übernahme des *acquis communautaire*) erfüllen, sollten relativ schnell in die EWU aufgenommen werden. Die bisher geltende Zwei-Jahres-Bewährungsfrist im EWS II sei lediglich ein ökonomisch (aufgrund der großen Schwankungsbreiten) kaum zu rechtfertigender Wartezeitraum, während dessen diese Länder keinerlei Absicherung seitens der EU und der EZB hätten und selbst bei guten Fundamentaldaten anfällig für Währungskrisen seien.

- *Bofinger*: Die geplante Osterweiterung und die damit einher gehenden unsicheren Perspektiven seien nicht für die Euro-Schwäche verantwortlich. Bei flexiblen Wechselkursen sei es üblich, dass es lang anhaltende Abwertungsphasen gäbe, die mit fundamentalen Faktoren in der Regel nicht zu erklären seien. Aus dieser Sicht sei die bisherige Abwertung des Euro nicht dramatisch. Einen Einfluss der Osterweiterung oder der fehlenden politischen Union auf die Schwäche des Euro könne man bisher nicht identifizieren.
- *Tangermann*: Auch wenn die Europäische Währungsunion keinen optimalen Währungsraum darstelle und sich die Heterogenität durch einen Beitritt der Länder Mittel- und Osteuropas noch vergrößern sollte, dann bedeute dies nicht, dass der Euro zusätzlich geschwächt werden würde. Im Gegenteil könnte die Osterweiterung aufgrund des zu erwartenden hohen Wachstums der Beitrittsländer sogar zu einer Stärkung des Euro führen. Unterstützt werden könnte diese Schlussfolgerung durch das Balassa-Samuelson-Argument, demzufolge sich im Beitrittsgebiet ohnehin reale Aufwertungstendenzen ergeben würden, welche sich in einem gewissen Maße auf den gesamten Euro-Raum übertragen könnten.
- *Welfens*: Dem sei entgegen zu halten, dass man zwischen etablierten Währungen und einer neuen Währung (wie dem Euro) unterscheiden müsse. In komplexen interdependenten Systemen mit langsam reagierenden Güter- und Arbeitsmärkten und schnell reagierenden Finanzmärkten seien „Over-shooting-Effekte“ häufig zu beobachten. Deshalb müssten insbesondere bei einer neuen Währung unnötige Abwertungsrisiken, die durch politische Entscheidungen entstehen können, vermieden werden.
- *Schweickert*: Im Zusammenhang mit der Erweiterung der Währungsunion um eventuell zehn bis zwölf weitere Länder sei eine Reform des Verfahrens der Zusammensetzung des EZB-Rats dringend erforderlich. Wichtig wäre es, dass das Direktorium einen erkennbaren Einfluss auf die Geldpolitik hätte. Um eine potenziell stabilitätsgefährdende Koalitionsbildung im EZB-Rat zu vermeiden, sei es sinnvoll, die Anzahl der Mitglieder des EZB-Rates zu reduzieren.
- *Caesar*: Sowohl Verunsicherungen über die Osterweiterung als auch die Tatsache, dass die Wirtschafts- und Währungspolitik in der Eurozone auf der internationalen Ebene durch eine große Zahl an wirtschaftspolitischen

Entscheidungsträgern vertreten werde, habe Einfluss auf die Entwicklung des Außenwertes des Euro. Zu entschärfen sei letztgenanntes Problem tendenziell, wenn lediglich der Präsident der EZB und gegebenenfalls ein (!) Vertreter aus der Riege der europäischen Wirtschafts- und Finanzpolitik die Grundpositionen der europäischen Politik auf der internationalen Ebene vertreten würden.



# **Zehn Jahre Vertrag von Maastricht: Haben sich die Erwartungen erfüllt?**

Von Renate Ohr

## **A. Kontroverse Erwartungen im Vorfeld**

Im einleitenden Beitrag von Joachim Ahrens wurden kurz die unterschiedlichen Positionen skizziert, die die Diskussion um die Europäische Währungsunion in den 90er Jahren geprägt hatten. Auch im Verlauf dieser Tagung wurden nach wie vor recht kontroverse Ansichten zur Beurteilung des eingeschlagenen Weges deutlich. Es ist unmöglich, die vielen Überlegungen, Ansätze und Gegensätze, die angesprochen wurden, hier in einem Resumee alle noch einmal aufzugreifen. Ich werde daher statt dessen die Gelegenheit nutzen, um mein eigenes – persönliches – Fazit aus den Diskussionen und Erfahrungen der letzten zehn Jahre zu ziehen. Folgende Argumente der ursprünglichen Diskussion seien dafür noch einmal rekapituliert:<sup>1</sup>

Die Befürworter der Europäischen Währungsunion betonten, dass mit dem Zusammenschluss zu einem einheitlichen Währungsgebiet Reibungsverluste im Handel und im internationalen Zahlungssystem abgebaut und damit die Effizienz und die Erträge des innergemeinschaftlichen Handels- und Kapitalverkehrs gestärkt werden könnten. Weiterhin hoben sie hervor, dass durch die gemeinsame Währung spekulative Wechselkursverzerrungen mit ihren negativen allokativen Wirkungen im Währungsraum eliminiert würden. Zugleich prophezeiten sie die stabilitätspolitische Effizienz der Währungsunion durch einen Euro, der mindestens „so hart wie die D-Mark“ würde, da zum einen die Europäische Zentralbank nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank gestaltet sei und zum anderen die Geldpolitik in der Währungsunion supranational und damit möglichen nationalen Interessenkonflikten (v.a. zwischen Beschäftigungsziel und Währungsstabilität) entzogen sei. Die ehemaligen „Schwachwährungsländer“ würden hiervon – unter anderem auch durch niedrigere Zinsen – profi-

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu z.B. die Sammelbände von *Bofinger/Collignon/Lipp* (1993) und *Cesar/Scharrer* (1994).

tieren, ohne dass die bisherigen „Starkwährungsländer“ einen Nachteil erleiden würden. All dies würde den Integrationsprozess in Europa weiter vorantreiben.

Die Kritiker dagegen betonten, dass die Stärke einer Währung nicht einfach auf eine andere Währung übertragbar sei und es eine Reihe von Risiken für die erhoffte anhaltende Stabilität der neuen Gemeinschaftswährung gäbe: So fehle der Nachweis eines dauerhaften gesamteuropäischen Stabilitätskonsenses. Die nach wie vor unterschiedlichen wirtschaftlichen Strukturen und Konjunkturverläufe in den beteiligten Volkswirtschaften setzten zudem unterschiedliche Anforderungen an die Geld- und Währungspolitik, denen bei einer einheitlichen geldpolitischen Steuerung nicht genügt werden könne. Weiterhin könnten die im nationalen Kompetenzbereich verbleibenden wirtschaftspolitischen Entscheidungsspielräume eine stabilitätsorientierte zentrale Geldpolitik der Europäischen Zentralbank unterlaufen. Es fehlten noch zuverlässige Sanktionsmechanismen, die sowohl die gemeinsame Zentralbank als auch die nationalen wirtschaftspolitischen Akteure für stabilitätswidriges Verhalten sanktionierten. Und schließlich stehe hinter dem Euro kein Euroland, das mit einer Stimme spreche, sondern eine Staatengemeinschaft, die in vielen wesentlichen Fragen höchst divergierende Positionen vertrete. All dies erschwere eine auch langfristig erfolgreiche und allen beteiligten Ländern adäquate Geld- und Währungspolitik. Die unterschiedlichen Interessenlagen könnten letztlich sowohl die Binnenstabilität als auch die Außenstabilität des Euro gefährden.

## B. Zur Stabilität des Euro 1999–2002

Aufgabe einer Notenbank ist es zum einen, für einen reibungslosen Ablauf des Zahlungsverkehrs im Währungsraum zu sorgen, und zum anderen, eine – nach innen und außen – stabile Währung bereitzustellen. Der Erfolg (oder Misserfolg) der Europäischen Währungsunion wird daher vor allem an der Stabilität des Euro gemessen werden.

Zumindest langfristig sind Binnenstabilität und Außenstabilität nicht unabhängig voneinander, da eine Währung mit niedriger Inflationsrate auch als Anlagewährung attraktiv ist, wodurch der Außenwert ebenfalls stabilisiert wird. Eine Währung mit im internationalen Vergleich hoher Binnenstabilität hat daher in der Regel mittel- und langfristig eine Aufwertungstendenz. Dies kann sich jedoch anders verhalten, wenn keine großen internationalen Inflationsunterschiede mehr vorliegen. Dann werden sich andere Einflussfaktoren auf die Wechselkursentwicklung durchsetzen, die vor allem von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige allgemeine Wirtschaftsentwicklung geprägt sind. Die D-Mark – bis heute der Prototyp einer harten und stabilen Währung – war vor allem durch eine hohe Binnenstabilität gekennzeichnet und damit ver-

bunden zumeist auch durch einen harten Außenwert, zumindest gegenüber den europäischen Partnern. Gegenüber Dollar und Yen wies die D-Mark allerdings temporär auch starke Schwankungen auf, wobei sich Aufwertungen mit durchaus gravierenden Abwertungen abwechselten.

Auch der Euro kann seit seinem Start eine relativ hohe Binnenstabilität verzeichnen. Allerdings ist dies gegenwärtig keine außergewöhnliche Leistung. So ist im internationalen Vergleich die durchschnittliche Inflationsrate aller Industrieländer nicht höher als die durchschnittliche Preissteigerungsrate des Euro-Währungsraums; dies war bei der D-Mark oftmals anders, da sie viele Jahre lang eine deutlich höhere Binnenstabilität aufweisen konnte als konkurrierende Währungen. Zudem ist die von der Europäischen Zentralbank sich selbst vorgegebene Höchstgrenze der Inflation von 2 Prozent mehrfach leicht überschritten worden. Trotz einer im Grunde akzeptablen und keinesfalls bedenklich erscheinenden Inflationsentwicklung erscheint der Nachweis der Binnenstabilität daher noch nicht absolut glaubwürdig und nachhaltig.

Andererseits darf nicht übersehen werden, dass die Ausgangssituation für die Europäische Zentralbank nicht einfach war: Eine neue Gemeinschaftswährung zu etablieren, die von Anfang an als vertrauenswürdig gelten soll, und eine effiziente einheitliche Geld- und Währungspolitik für einen doch noch sehr heterogenen Wirtschaftsraum zu definieren und adäquat umzusetzen, birgt viele Schwierigkeiten. So ist es z.B. nicht leicht, Kontinuität und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu vermitteln, wenn offensichtlich ist, dass die Zentralbank noch nicht auf gesicherte Erfahrungswerte über die Transmissionsmechanismen der geldpolitischen Maßnahmen im Währungsraum zurückgreifen kann (Ohr, 1996a). Das Konzept der „Zwei-Säulen-Strategie“<sup>2</sup> erscheint daher nicht unplausibel, da es der Europäischen Zentralbank die Flexibilität bietet, die notwendig ist, um auf Unsicherheiten hinsichtlich der Transmissionsmechanismen oder auf Strukturbrüche in der Geldnachfrage angemessen reagieren zu können. Vor diesem Hintergrund sollte im übrigen der Aufbau der Reputation der Europäischen Zentralbank nicht dadurch behindert werden, dass zu viel Kritik an einzelnen Entscheidungen geübt wird oder die beiden „Säulen“ in ihrer währungspolitischen Relevanz auseinander dividiert werden – zumindest nicht, solange das Stabilitätsergebnis im wesentlichen doch nach wie vor zufriedenstellend ist.

Hinsichtlich der Außenstabilität zeigt sich bekanntermaßen ein anderes Bild: Der kontinuierliche Wertverfall des Euro mit einer Abwertung von mehr als 30 Prozent gegenüber dem Dollar in den ersten zweieinhalb Jahren seiner Existenz war selbst von den Kritikern der Europäischen Währungsunion in dieser Form nicht prognostiziert worden. Diese unerwartete Entwicklung stimmte daher

---

<sup>2</sup> Vgl. zur „Zwei-Säulen-Strategie“ Ohr/Schmidt (2001), S.449 ff.

auch frühere Protagonisten zeitweilig bedenklich. In einem Regime flexibler Wechselkurse sind Währungsschwankungen – nach oben *und* unten – zwar übliche Phänomene (wie erwähnt war auch die D-Mark davon häufig betroffen). Es ist aber ein großer Unterschied, ob eine Währung zuvor jahrzehntelang Vertrauen im eigenen Land und bei den Investoren in der Welt erworben hatte und dann einmal eine Schwächeperiode zeigt – oder ob eine neue Währung ohne eine solche Erfolgsgeschichte von Anfang an und über mehr als zwei Jahre hinweg kontinuierlich abwertet.

Die unerwartete und lange anhaltende Anfangsschwäche des Euro, der erst in jüngerer Zeit eine gewisse Aufwärtsentwicklung entgegensteht, sollte jedoch nicht als Beweis eines grundlegenden Fehlstarts dieser Währung interpretiert werden. Allerdings ist eine kritische Beobachtung und realistische Beurteilung weiterhin wichtig, denn die Vertrauenskrise der ersten beiden Jahre ist unter anderem auch durch die anfänglich zu euphorische Vermarktung des Euro hervorgerufen worden, die überzogene Erwartungen geweckt hatte.

Darüber hinaus wird insbesondere die Außenstabilität einer Währung ganz wesentlich auch vom Vertrauen der Kapitalanleger getragen. In der heutigen Zeit, in der die Finanzmärkte entscheidend durch Erwartungen geprägt sind, ist die psychologische Akzeptanz der gemeinsamen Währung durch die Wirtschaftsteilnehmer daher auch ein wesentlicher Faktor für ihren tatsächlichen Erfolg. Ein solches Vertrauen in die Währung hängt dabei nicht nur vor der Qualität der Geldpolitik ab, sondern auch von der wirtschaftlichen Dynamik und Prosperität sowie der politischen Einigkeit im Währungsraum (Feldstein, 2000). Schließlich repräsentiert eine Währung letztlich die Wirtschaftskraft und die ökonomische Stabilität des dahinter stehenden Wirtschaftsraums. Mangelndes Vertrauen in die Problemlösungsfähigkeit der Wirtschaftspolitik im Währungsraum spiegelt sich daher gerade bei einer jungen Währung schnell im mangelnden Vertrauen gegenüber dieser Währung.

Wie im Verlauf der Tagung an mehreren Stellen hervorgehoben wurde, zeigen sich nach wie vor deutliche strukturelle Schwächen im Euroraum (wie etwa hohe Abgabenbelastung oder mangelnde Flexibilität auf den Arbeitsmärkten), die in anderen Währungsräumen (Dollar, Britisches Pfund) nicht in gleichem Maße vorzufinden sind. Zudem hat „Euroland“ als hinter dem Euro stehender einheitlicher Wirtschaftsraum immer noch deutliche Identifikationsprobleme. All dies hat bisher eine entscheidende Aufwertung des Euro verhindert. Allerdings scheint manchmal eine sehr selektive Wahrnehmung auf den Finanzmärkten zu existieren, denn auch die USA stehen nicht ohne Probleme da (dies betrifft v.a. das ungezügelte Leistungsbilanzdefizit und ein wieder ansteigendes Budgetdefizit), die sehr wohl das Vertrauen in den Dollar nachhaltig schwächen könnten.

Doch wie ist nun die bisherige Wechselkursentwicklung des Euro insgesamt zu bewerten? Euroland ist wie die USA ein großer und relativ geschlossener

Währungsraum. Der Erfolg bei der Binnenstabilität des Euro ist somit viel bedeutsamer als der Grad seiner Außenstabilität. Man sollte daher ruhig dem Beispiel der USA folgen und größere Gelassenheit gegenüber dem Wechselkurs praktizieren. Wechselkursveränderungen sind darüber hinaus dazu da, Anpassungsprozesse zu unterstützen. Dabei müssen sie auch manchmal überschießende Reaktionen zeigen, um die notwendigen realwirtschaftlichen Wirkungen zu erzielen. Unter Umständen ist ein solches Überschießen zudem ein Signal an die Politik, auch die von ihrer Seite notwendigen Maßnahmen zur Beseitigung der Ursachen von Instabilitäten oder strukturellen Schwächen in die Wege zu leiten.

### C. Bewährungsproben für die Europäische Währungsunion

Auch wenn die Außenschwäche des Euro nicht als Beweis für einen Fehlstart der Währungsunion interpretiert werden kann, da sie zum Großteil durch eine strukturelle, nicht primär auf die Gründung der Währungsunion zurückzuführende Wachstumsschwäche in Euroland hervorgerufen wurde, und obgleich die Binnenstabilität in den ersten dreieinhalb Jahren der Europäischen Währungsunion im wesentlichen gewährleistet war, so ist dies beides noch kein Beleg für die *nachhaltige* Stabilität der Einheitswährung. Die Herausforderungen für die Währungsunion sind eher mittel- bis langfristiger Natur. Die Bewährungsproben für den Euro stehen noch aus.

Sie werden insbesondere in drei Situationen akut werden: Zum einen, wenn die konjunkturelle Entwicklung sich weiterhin stark abschwächt und dann der Zielkonflikt zwischen Beschäftigungssicherung einerseits und Inflationsbekämpfung andererseits wieder virulent wird; zum anderen, wenn ein Umschwung in der Inflationsakzeptanz und den Inflationserwartungen weltweit entsteht und der Inflationstrend generell wieder zunimmt. Erst unter diesen beiden Szenarien wird sich zeigen, ob es der Währungsgemeinschaft gelingt, einen dauerhaft einheitlichen und erfolgreichen Kurs der Preisstabilität zu verfolgen. Im folgenden wird insbesondere auf die erste Konstellation näher eingegangen werden.

Drittens schließlich können die Herausforderungen kulminieren, wenn die Osterweiterung die EU institutionell und finanziell zu stark belastet, und erst recht, wenn der Euro-Club allzu rasch um die osteuropäischen Beitrittsländer erweitert wird. Es muss immer wieder deutlich gemacht werden, dass es ein sehr schwieriges Unterfangen ist, eine einheitliche Geld- und Währungspolitik für einen immer heterogener werdenden Wirtschaftsraum richtig zu definieren und adäquat umzusetzen. Eine hinreichende politische Fundamentierung der Währungsunion wird darüber hinaus dann in noch weitere Ferne rücken.

### *I. Gefahren für den Stabilitäts- und Wachstumspakt*

Dass das erstgenannte Szenario tatsächlich zu einer Belastungsprobe für die Währungsunion werden kann, zeigte sich in diesem Jahr, als der Stabilitäts- und Wachstumspakt<sup>3</sup> zum ersten Mal zur Anwendung kommen sollte. In den ersten beiden Jahren der Währungsunion war der Nachweis fiskalischer Disziplin durch die gute konjunkturelle Lage unterstützt worden. Nun, mit nachlassendem Wirtschaftswachstum, wird auch die Einhaltung der fiskalischen Vorgaben schwieriger. Die Aussetzung des „Blauen Briefes“ für Deutschland zeigte, wie befürchtet, wie problematisch es ist, wenn Sanktionsmaßnahmen nicht automatisch greifen, sondern erst durch Gremien beschlossen werden müssen, in denen „potenzielle Sünder über aktuelle Sünder“ entscheiden.

Doch warum ist die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes überhaupt so wichtig? Die Stabilität einer Währung wird immer auch durch die Solidität der Staatsfinanzen mit bestimmt. Je länger eine unsolide Haushaltspolitik anhält, um so wahrscheinlicher ist ein Vertrauensverlust gegenüber der Volkswirtschaft. Zweifel entstehen dann, ob die Notenbank eine konsequent stabilitätsorientierte Geldpolitik durchhalten will und kann. In einer Währungsunion wird dieses Problem noch dadurch verschärft, dass die vergemeinschaftete Geldpolitik national autonomen Finanzpolitiken gegenübersteht. Für die einzelnen Mitgliedsländer könnte sich der Vorteil eines free-rider-Verhaltens ergeben, da in einer Währungsunion die Gemeinschaft einen Teil des zinsinduzierten und des wechselkursinduzierten crowding outs steigender Staatsverschuldung übernimmt (Wyplosz, 1991, S. 178). In einer Währungsgemeinschaft verschmelzen die bisher durch unterschiedliche Währungsrisiken segmentierten nationalen Kapitalmärkte zu einem gemeinsamen Kapitalmarkt, so dass verschuldungsbedingte Zins- und Wechselkursreaktionen für ein sich verschuldendes Mitgliedsland geringer sind – dafür allerdings die Partnerländer mit betreffen. Die Abwälzung eines Teils der negativen Folgen der eigenen Staatsverschuldung auf die Partnerländer kann daher dazu führen, dass die nationalen „Grenzkosten“ der Verschuldung eines Landes sinken und somit die Verschuldungsbereitschaft wächst (Horstmann/Schneider, 1994, S. 362).

Wird ein solches free-rider-Verhalten nicht sanktioniert, so werden die negativen Wirkungen der unsoliden Finanzpolitik einzelner Mitgliedsländer in der Währungsgemeinschaft sozialisiert. Diesen Überlegungen könnte allerdings entgegen gehalten werden, dass die Kapitalmärkte Schuldtitle unsolider Regierungen mit Risikoauflschlägen bei den Zinsen belegen könnten, insbesondere, da im Vertrag von Maastricht die sog. no-bail-out Klausel aufgenommen wurde. Die Glaubwürdigkeit dieses Haftungsausschlusses ist allerdings umstritten,

---

<sup>3</sup> Zum Stabilitäts- und Wachstumspakt vgl. Ohr/Schmidt (2001), S. 428 ff.

da sich die Europäische Union ja ansonsten explizit als Solidargemeinschaft versteht. Ist die no-bail-out Klausel aber unglaublich, so werden die Länder mit einem höheren Defizit keine gravierenden Bonitäts- und Liquiditätsrisiken tragen müssen und entsprechend auch keinen nationalen Risikozuschlag auf ihren Zinsen, während das Zinsniveau der Währungsunion im Ganzen die durchschnittliche Schuldenbelastung in der Gemeinschaft widerspiegelt.

Ein weiterer Grund für eine möglicherweise abnehmende Fiskaldisziplin in der Europäischen Währungsunion, die durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt verhindert werden soll, ist die Verschiebung der Verantwortung für die Währungsstabilität von der nationalen Ebene hin zur Gemeinschaftsebene (Ohr, 1996b, S. 111). Nationale Regierungen müssen sich die negativen Folgen ihres Haushaltsgabens auf die Währungsstabilität nicht mehr zurechnen lassen, sondern können die Verantwortung dafür allein der Europäischen Zentralbank zuweisen. Bei nationaler Geldpolitik und nationaler Währung wird die Qualität der Währung – abzulesen an niedrigen Zinsen und Inflationsraten sowie stabilen Wechselkursen – auch als Indiz für die Qualität der Regierungspolitik angesehen. Eine Regierung mit eigener Währung ist somit einem größeren Druck ausgesetzt, eine stabilitätsgerechte Politik zu betreiben, während in der Währungsunion dieser Mechanismus ausgeschaltet ist.

Das heißt, noch viel wesentlicher als die Erfüllung der fiskalischen Konvergenzkriterien vor dem Eintritt in die Währungsunion ist die nachhaltige Gewährleistung fiskalischer Disziplin *in* der Währungsunion, damit die monetären Institutionen effizient operieren können (De Grauwe 1996). Die Tatsache, dass zunächst Deutschland und mittlerweile auch einige andere Länder Probleme mit der Einhaltung der vereinbarten Budgetlinie bekommen, führte jedoch schon jetzt zu den ersten Diskussionen um eine Aufweichung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. So wird behauptet, die generelle 3 %-Obergrenze für das Haushaltsdefizit bedeute in der konjunkturellen Abschwächung eine zu starke Einengung des fiskalpolitischen Spielraums.

Doch haben sich die Mitgliedsländer im Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht vielmehr verpflichtet, ihre Staatshaushalte mittelfristig annähernd auszugleichen oder sogar Überschüsse zu erzielen? Ausgehend von einer annähernd ausgeglichenen Grundposition, besteht dann aber in der Regel keine Gefahr, dass konjunkturbedingte Defizite zum Überschreiten der 3 %-Grenze führen. Probleme entstehen erst, wenn ein struktureller Haushaltsausgleich zuvor nicht erreicht wurde und nur ein geringer Sicherheitsabstand zur 3 %-Grenze bestand. Diese Situation liegt zur Zeit vor, da es einige Mitgliedsländer der Währungsunion in den ersten beiden Jahren der Währungsgemeinschaft unterlassen haben, ihre Budgetdefizite in günstiger konjunktureller Situation hinreichend herunter zu fahren.

Es wird sich zeigen, ob schon die erste Belastungsprobe durch eine Rezession zu einer Aufweichung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes führen wird. In diesem Fall würden das Vertrauen in die finanzpolitischen Regeln und damit die Stabilität der Gemeinschaftswährung allerdings gravierend gefährdet werden.

## *II. Osterweiterung der Währungsunion*

Die Osterweiterung wird den Charakter der Europäischen Union noch einmal entscheidend verändern. Die Heterogenität der Gemeinschaft wird zunehmen; die wirtschaftlich schwächeren Länder werden in der Gemeinschaft ein stärkeres Gewicht erlangen; andere Mehrheiten und Koalitionen können die wirtschaftspolitischen Entscheidungen dominieren, und neue Interessenkonflikte können auftreten. Dies alles trifft auch für die Währungsunion zu, wenn sie relativ rasch um die osteuropäischen Beitrittskandidaten erweitert wird.

Die Divergenz der Wachstumsraten wird größer werden und vermutlich ebenso die Divergenz der Inflationsraten. Dies kann dazu führen, dass es gelegentliche Zielvorstellungen für die gemeinsame Geldpolitik geben kann, wodurch zusätzlicher politischer Druck auf die Europäische Zentralbank ausgeübt werden kann (Eichengreen/Ghironi, 2001, S. 36).

Die osteuropäischen Beitrittskandidaten sind schließlich nach wie vor in einem Prozess des wirtschaftlichen Aufholens und des strukturellen Umbruchs. Die großen realwirtschaftlichen Unterschiede zu den existierenden EU-Ländern sind nicht einfach hinweg zu diskutieren. Sie zeigen sich u.a. auch in den gesamtwirtschaftlichen Kennziffern (s. Tab. 1): Die Wachstumsraten sind höher als in Westeuropa, allerdings hat sich der positive Abstand zuletzt deutlich verringert.<sup>4</sup> Die Inflationsrate ist in den meisten Ländern zwar mittlerweile im einstelligen Bereich, doch immer noch deutlich höher als in den aktuellen EU-Staaten. Die Arbeitslosigkeit ist überall sehr hoch, und die Leistungsbilanzen sind (mit Ausnahme von Slowenien) sehr stark im Defizit. Nicht zu vergessen sind die nach wie vor fragilen Finanzmarktstrukturen. All dies zeigt, dass die Anforderungen an die geld- und währungspolitischen Rahmenbedingungen nicht einfach mit denen der derzeitigen Währungsunions-Mitgliedern gleichgesetzt werden können.

Sicherlich erwarten die mittel- und osteuropäischen Länder von einem raschen Beitritt zur Europäischen Währungsunion vor allem einen weiteren Zuwachs an Glaubwürdigkeit in Hinblick auf die Stabilität ihrer Wirtschaftspolitik. Damit verbunden wäre eine eindeutige Zinssenkung, die der Wirtschaftsentwicklung direkt dienlich wäre.

---

<sup>4</sup> In Polen, dem größten und wirtschaftlich bedeutendsten Beitrittsland, zeigte sich sogar jüngst eine Stagnation.

*Tabelle 1*  
**Ausgewählte Konjunkturdaten der Beitrittskandidaten**

	BIP-Wachstum in %				Inflation in %				Arbeitslosenquote				Leistungsbilanz*	
	2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2000	2001	2001	2002 <sup>b</sup>	
<b>Tschechien</b>	3,3	3,0	3,9	4,7	3,0	8,8	8,9	9,5	-5,3	-4,6	-4,7	-4,7		
<b>Ungarn</b>	5,2	3,8	3,3	9,8	9,2	5,7	8,7	8,0	8,2	-2,9	-2,1	-4,3		
<b>Polen</b>	4,0	1,0	0	10,1	5,5	3,0	15,1	17,4	19,0	-6,3	-4,1	-4,4		
<b>Slowakei</b>	2,2	3,3	3,5	12,0	7,3	4,0	17,9	18,6	18,0	-3,6	-8,6	-6,5		
<b>Slowenien</b>	4,6	3,0	3,0	8,9	8,4	7,0	12,0	11,8	11,0	-3,4	-0,4	0,5		
<b>Bulgarien</b>	5,4	4,0	3,5	10,3	7,4	7,0	17,9	17,3	17,0	-5,6	-6,5	-5,0		
<b>Rumänien</b>	1,8	5,3	3,0	45,7	34,5	25,0	10,5	8,6	12,0	-3,7	-5,9	-5,1		
<b>Estland</b>	6,9	5,4	4,0	4,0	5,8	4,6	13,7	12,6	12,1	-6,6	-6,5	-6,4		
<b>Lettland</b>	6,8	7,6	4,4	2,6	2,5	3,0	8,4	7,8	7,8	-6,8	-10,2	-7,5		
<b>Litauen</b>	3,8	5,9	3,6	1,0	1,3	2,8	15,4	17,0	16,9	-6,0	-4,8	-5,5		

\* in Prozent des BIP,  
<sup>b</sup> Prognosewerte;

Quelle: WIIW (2002), S. 29.

Die genannten Vorteile haben auch die früheren „Schwachwährungsländer“ Westeuropas durch den Beitritt zur Währungsunion genießen können. Sie hatten jedoch zudem noch den Vorteil, dass der Euro in seiner Anfangsphase stark abwertete und damit die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Drittländern erhöht wurde. Die osteuropäischen Beitrittsländer werden ebenfalls von den niedrigen Zinsen profitieren, aber eventuell bei einem teureren Euro!

Und auch der infolge höherer Glaubwürdigkeit erwartete Nettokapitalzufluss kann zu einem Risiko werden: Was passiert, wenn die Erwartungen sich nicht erfüllen, wenn die erwünschten positiven Effekte des Beitritts zur Währungsgemeinschaft nicht oder nicht so schnell eintreten? Was passiert, wenn deutlich wird, dass es nicht genügt, den Euro zu übernehmen, wenn es gleichzeitig doch noch an „good governance“ fehlt, Marktunvollkommenheiten nicht beseitigt sind und die Investitionen nicht die erhofften Renditen bringen (Bolle/Jacobsen, 2001, S. 300)? Die Kapitalströme würden sich rasch wieder umkehren und die Zahlungsbilanz verschlechtern. Eine Abwertung oder eine nationale Zinserhöhung wären aber nicht mehr möglich, so dass der Anpassungsdruck vollständig auf der Realwirtschaft läge.

Zumeist wird davon ausgegangen, dass die Beitrittsländer sich in einem *stetigen und raschen* Aufholprozess befinden, und es wird nur über die Anzahl der Jahre philosophiert, die für eine Konvergenz mit den derzeitigen EU-Ländern notwendig sei. Tab. 2 zeigt jedoch, dass dieser catching-up-Prozess keineswegs so stetig und zügig verläuft. Betrachtet man das Pro-Kopf-Einkommen der mittel- und osteuropäischen Kandidaten in Relation zum durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen der derzeitigen EU, so zeigt sich ein wechselhaftes Bild: Lässt man Bulgarien und Rumänien außer Acht, so liegt das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen der verbleibenden acht EU-Aspiranten zwischen 32 Prozent (Lettland) und 71 Prozent (Slowenien) des EU-Durchschnitts (Werte für 2001). Die Konvergenz zum EU-Durchschnitt verläuft darüber hinaus nicht stetig: Sie hat nach Überwindung des Transformationsschocks zunächst zugenommen, in den letzten Jahren in einigen Ländern aber sogar zeitweilig auch wieder abgenommen.

Auch wenn zeitweise sehr beeindruckende Wachstumsraten zu verzeichnen sind, darf somit nicht der Fehler gemacht werden, eine aktuell günstige wirtschaftliche Entwicklung automatisch auch für die Zukunft fort zu schreiben. Man muss statt dessen auch für die mittelfristige Zukunft von anhaltenden gravierenden realwirtschaftlichen Divergenzen und Risiken zwischen den derzeitigen EU- bzw. Währungsunions-Ländern und den osteuropäischen Beitrittskandidaten ausgehen. Eine zu rasche Einbindung in das monetäre Korsett einer Währungsunion würde daher zum einen den osteuropäischen Transformationsstaaten einen Teil der Flexibilität nehmen, die sie im Zuge ihrer Strukturanpassung noch benötigen.

*Tabelle. 2*  
**Pro-Kopf-Einkommen der Beitrittskandidaten in Relation zur EU (EU-Durchschnitt = 100)**

	<b>1990</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002*</b>
<b>Tschechien</b>	68	60	62	64	62	60	60	61	62
<b>Ungarn</b>	49	45	46	46	50	51	52	52	53
<b>Polen</b>	31	30	35	37	39	40	40	40	39
<b>Slowakei</b>	51	39	45	48	51	50	50	51	51
<b>Slowenien</b>	69	61	64	66	68	70	70	71	72
<b>Bulgarien</b>	33	27	28	25	29	29	30	31	31
<b>Rumänien</b>	36	30	32	33	25	24	24	25	25
<b>Estland</b>	-	32	32	33	39	38	41	42	43
<b>Lettland</b>	-	25	24	25	30	29	30	32	33
<b>Litauen</b>	-	31	28	29	37	35	35	37	38
<b>EU-Durchschnitt</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100

\* Prognosewerte; Quelle: WIW (2002), S. 34.

Die Währungsunion selbst würde durch die gestiegene Heterogenität der Mitgliedsländer starken Spannungen ausgesetzt werden und die Europäische Zentralbank vor noch größere Probleme gestellt werden, eine Geld- und Währungspolitik zu definieren, die für alle beteiligten Länder adäquat ist. Man sollte daher die Währungsunion nicht schon gleich mit der dritten Bewährungsprobe – der Osterweiterung der Währungsgemeinschaft – überfordern, solange man noch nicht einmal weiß, ob der Euro die ersten beiden zuvor genannten Bewährungsproben unbeschadet überstehen wird.

## D. Ausblick

Es zeigt sich, dass die seit längerer Zeit kritisierten Mängel auf der Angebotsseite vieler europäischer Volkswirtschaften noch nicht hinreichend behoben sind. Steuerreformen werden nur halbherzig in Angriff genommen; die hohe Abgabenbelastung und die mangelnde Flexibilität auf den Arbeitsmärkten behindern die Dynamik wachsender Märkte. Das Hinauszögern von strukturellen Reformen schwächt das Vertrauen in die Stabilität jener Währung, die die europäische Wirtschaft repräsentieren soll. Angriffe auf den institutionellen Rahmen, der die fiskalische Stabilität im Währungsraum sichern soll (Stabilitäts- und Wachstumspakt), untergraben ebenfalls die notwendige Glaubwürdigkeit. Weiterhin wird die europäische Einheitswährung solange zumindest labil bleiben wird, wie hinter dieser Währung keine als Einheit angesehene gesunde Euroland-Volkswirtschaft, kein gemeinsamer politischer Wille und keine europäische Identität stehen.

Die EU insgesamt wird insbesondere im Zuge der Osterweiterung künftig damit konfrontiert sein, dass innerhalb der Gemeinschaft „Clubs im Club“ entstehen. Seit der Regierungskonferenz in Nizza wird explizit eine flexible Integration (verstärkte Zusammenarbeit einzelner Mitgliedstaaten) innerhalb der EU akzeptiert. Diese sollte in Zukunft auch genutzt werden, um mit der verstärkten Heterogenität der Mitgliedsländer vernünftig umgehen zu können. Dies bedeutet, dass es möglich und sinnvoll sein kann, die Währungsunion auch über längere Zeit noch auf einen solchen „Club im Club“ zu beschränken.

Ich hoffe abschließend, dass unsere Veranstaltung und dieser Tagungsband dazu beitragen können, zu verdeutlichen, dass zwar nach wie vor Risiken für die anhaltende Stabilität unserer gemeinsamen Währung bestehen, dass es aber auch eine Reihe von Möglichkeiten gibt – die allerdings politisch umgesetzt werden müssten, um diese Risiken zu minimieren.

### Literaturverzeichnis

- Bofinger, P./Collignon, St./Lipp, E.-M. (Hrsg.) (1993): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, Wiesbaden.*
- Bolle M./Jacobsen H.-D. (2001): „New Risks Ahead: The Eastward Enlargement of the Euro Zone“, Intereconomics, Vol. 36, S. 298–304.*
- Caesar, R./Scharrer, H.-E. (Hrsg.) (1994): Maastricht: Königsweg oder Irrweg zur Wirtschafts- und Währungsunion?, Bonn.*
- De Grauwe, P. (1996): „Monetary Union and Convergence Economics“, European Economic Review, Vol. 40, S. 1091–1101.*
- Eichengreen, B./Ghirtoni, F. (2001): „EMU and Enlargement, Paper prepared for a conference on Economic and Monetary Union“, European Commission, Brüssel, S. 21.–22, März 2001.*
- Feldstein, M. (2000): „The European Central Bank and the Euro: The First Year“, Journal of Policy Modeling, Vol. 22, S. 345–354.*
- Horstmann, W./Schreider, E. (1994): „Deficits and Free Riders: Fiscal Elements of a European Constitution“, Kyklos, Vol. 47, S. 355–367.*
- Ohr, R. (1996a): „Monetäre Steuerungsprobleme in einer Europäischen Währungsunion“, in: Zohlnhöfer (Hrsg.): Europa auf dem Wege zur Politischen Union? Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF Bd. 247, Berlin, S. 75–87.*
- (1996b): „Zur Fiskaldisziplin in der Europäischen Währungsumion“, in: Kantzenbach, E. (Hrsg.): Staatsüberschuldung, Veröffentlichung der Joachim Jungius-Gesellschaft der Wissenschaften, 84, Hamburg, S. 103–114.
- Ohr, R./Schmidt, A. (2001): „Europäische Geld- und Währungspolitik“, in: Ohr, R./Theurl, T. (Hrsg.), Kompendium europäische Wirtschaftspolitik, München, S. 417–466.*
- WIIW (2002): Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (Hrsg.), Transition Countries in 2002: Losing Steam, Research Reports No. 285, Wien.*
- Wyplosz, Ch. (1991): „Monetary Union and Fiscal Policy Discipline“, in: Europäische Kommission (Hrsg.), European Economy – Special edition No.1, The Economics of EMU, Brüssel, S. 165–185.*



## **Autoren und Diskussionsteilnehmer**

PD Dr. *Joachim Ahrens*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Wirtschaftspolitik, Universität Göttingen, Platz der Göttinger Sieben 3, 37073 Göttingen

Prof. Dr. *Peter Bofinger*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg, Sanderring 2, 97070 Würzburg

Prof. Dr. *Rolf Caesar*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Finanzwissenschaften, Universität Hohenheim, 70593 Stuttgart

Dr. *Martin W. Hüfner*, Kommunikation und Volkswirtschaft, Hypo-Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80311 München

*David Marsh*, Vice Chairman, Hawkpoint Partners United, 4 Great St. Helens, London EC 3a 6 HA, Großbritannien

Prof. Dr. *Renate Ohr*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Wirtschaftspolitik, Universität Göttingen, Platz der Göttinger Sieben 3, 37073 Göttingen

Dr. *Eric Perée*, Volkswirtschaftliche Abteilung, Europäische Investitionsbank, 100 Boulevard Konrad Adenauer, L-2950 Luxemburg

Dr. *Rainer Schweickert*, Institut für Weltwirtschaft, Düsternbrooker Weg 120, 24105 Kiel

Prof. Dr. Dr. h.c. *Joachim Starbatty*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbes. Volkswirtschaftspolitik, Eberhard-Karls-Universität Tübingen, Nauklerstraße 47, 71074 Tübingen

Prof. *Alfred Steinherr* Ph.D., Rektor der Freien Universität Bozen, Postfach 276, I-37100 Bozen, Italien

Dr. *Werner Steuer*, Lochnerstraße 22, 53844 Troisdorf

Prof. Dr. *Stefan Tangermann*, Director for Food, Agriculture and Fisheries, OECD, 2 rue André Pascal, F-75016 Paris, Frankreich

Prof. Dr. *Roland Vaubel*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Universität Mannheim, L7 3-5, 68131 Mannheim

Prof. Dr. *Paul J.J. Welfens*, Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik, Schwerpunkt Internationale Wirtschaftsbeziehungen, Universität Potsdam, August-Bebel-Straße 89, 14482 Potsdam

Dipl.-Vw. *Timo Wollmershäuser*, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg, Sanderring 2, 97070 Würzburg