

Henrik Müller, Thomas Straubhaar

## Die Stellung des Euro im Weltwährungssystem

*Die Europäische Union schreitet auf ihrem Weg zur Europäischen Währungsunion weiter planmäßig voran. Zum 1. 1. 1999 werden elf EU-Länder den Euro als Buchgeld einführen und ihre Währungspolitik auf das Europäische System der Zentralbanken übertragen. Zum 1. 1. 2002 wird der Euro auch Bargeld, und spätestens am 30. 6. 2002 werden die Teilnehmerländer ihre nationalen Währungen aufgeben. Welche Rolle wird der Euro im Weltwährungssystem spielen? Welche Konsequenzen ergeben sich daraus?*

Die Politik hat sich durchgesetzt, der Euro kommt pünktlich: Die Europäische Zentralbank (EZB) nimmt zum 1. Juli 1998 ihre Arbeit auf. Ab dem 1. 1. 1999 wird das Europäische System der Zentralbanken (ESZB, bestehend aus der EZB und den nationalen Zentralbanken) allein verantwortlich für die Währungspolitik der Euro-Mitgliedsländer sein. Dabei hat „Währungspolitik“ bekanntlich zwei Komponenten. Bei der Geldpolitik geht es um den Binnenwert des Euro (d.h. die Geldwertstabilität). Bei der Wechselkurspolitik geht es um den Außenwert des Euro. Beide hängen sie über die Kaufkraftparitätentheorie zumindest langfristig untrennbar zusammen: Der Außenwert einer Währung ist das Spiegelbild seines Binnenwertes. Vereinfacht: Ein stabiler Euro (im Innern) wird ein starker Euro (nach außen) sein. Langfristig besteht also zwischen Geld- und Wechselkurspolitik kein Zielkonflikt.

Kurz- und möglicherweise auch mittelfristig können sich der Binnen- und der Außenwert jedoch abweichend von der Kaufkraftparitätentheorie entwickeln. Es sind Wechselkursrelationen möglich, die nicht mehr mit den tatsächlichen, realen Bedingungen übereinstimmen. Der Außenwert der Währung ist dann über- oder unterbewertet mit negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft (d.h. verzerrten Austauschrelationen von Einfuhr-, Ausfuhr- und Binnenmarkt-

preisen). Eine Korrektur der verzerrten Wechselkursrelationen kann zu negativen Rückwirkungen auf den Binnenwert führen und die Geldwertstabilität gefährden. Zwischen Geld- und Wechselkurspolitik besteht dann ein Zielkonflikt.

### Der institutionelle Rahmen

Bei einem Zielkonflikt von Geld- und Wechselkurspolitik stellt sich die Frage, welches der beiden Ziele wie stark zugunsten des anderen Zieles aufzugeben ist. Im EG-Vertrag (EGV) ist die Zielbeziehung von Euro-Binnen- und Euro-Außenwert klar und eindeutig geregelt: Nach Artikel 105 Absatz 1 EGV ist es „das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten“. Es besteht eine unmißverständliche Zielhierarchie. Die Geldwertstabilität steht an oberster Stelle und somit auch über jedem Wechselkursziel. Damit wird die Wechselkurspolitik zum Instrument der Geldpolitik „degradiert“. Eine Wechselkurspolitik zur Erreichung allgemeiner wirtschaftspolitischer Ziele (beispielsweise zugunsten einer Vollbeschäftigungspolitik) darf nur betrieben werden (wiederum nach Artikel 105 Absatz 1 EGV, 2. Satz), „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist“<sup>1</sup>.

Der EG-Vertrag von Maastricht regelt im weiteren die Modalitäten der gemeinsamen Euro-Wechsel-

---

*Prof. Dr. Thomas Straubhaar, 41, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität der Bundeswehr Hamburg und Mitglied des Wandsbeker Kreises; Henrik Müller, 32, Diplom-Volkswirt, ist freier Wirtschaftsjournalist in Hamburg.*

---

<sup>1</sup> Was konkret unter Preisstabilität zu verstehen ist, läßt der EG-Vertrag offen. Gewöhnlich wird darunter ein Anstieg des Index der Verbraucherpreise von weniger als maximal 2% jährlich verstanden (vgl. z.B. Deutsche Bundesbank: Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, in: Monatsbericht Januar 1998, S. 33-47). Fällt die tatsächliche bzw. prognostizierte Inflationsrate deutlich niedriger aus, besteht folglich Spielraum für eine beschäftigungspolitische Währungspolitik.

kurspolitik. Im Gegensatz zur klaren Sprache im geldpolitischen Vertragsteil ist die Euro-Wechselkurspolitik weniger eindeutig geregelt. Zu unterscheiden ist eine Euro-Wechselkurspolitik ohne und eine mit einem formellen Wechselkurssystem (vgl. Übersicht).

Der Euro startet am 1. 1. 1999 ohne Wechselkurssystem. Er wird gegenüber Drittwährungen (US-Dollar, Yen, andere nationale Währungen, wozu auch das britische Pfund gehört) „frei“ schwanken können. „Frei“ meint dabei, daß gegenüber Drittwährungen einem „managed floating“ nach folgendem Verfahren gefolgt werden wird (vgl. Art 109, Absatz 2 EGV): Der Ministerrat kann „mit qualifizierter Mehrheit entweder auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der EZB oder auf Empfehlung der EZB allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber diesen Währungen aufstellen. Diese allgemeinen Orientierungen dürfen das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht beeinträchtigen“. Die EZB muß die vom Rat vorgegebene strategische Wechselkurspolitik im operativen Tagesgeschäft am Devisenmarkt umsetzen. Insbesondere ist sie verpflichtet, die Notbremse zu ziehen und auf wechselkursorientierte Interventionen zu verzichten, wenn das Ziel der Geldwertstabilität gefährdet ist.

### Gefahr einer strategischen Wechselkurspolitik

Zwar hat der Europäische Rat von Luxemburg am 12./13. Dezember 1997 erklärt, nur „in exceptional circumstances“ zu wechselkurspolitischen Orientierungen zu greifen und ansonsten den Wechselkurs prinzipiell „as the outcome of all other economic policies“ sehen zu wollen<sup>2</sup>. Doch ist dies kein bindendes Versprechen. Es ist leicht ersichtlich, daß – nach vorheriger Abstimmung der Teilnehmerländer im informellen „Euro-Rat“ – der Ministerrat die EZB zu Interventionen auffordern kann. Bei unveränderten Fundamentaldaten sind keine andauernden Abweichungen des Euro-Außenwerts von seinem langfristigen Gleichgewichtskurs zu erwarten<sup>3</sup>. Trotzdem kann ein gezieltes „Signalling“ via Interventionen an den Devisenmärkten für einige Zeit, vielleicht ein halbes oder ein Jahr, Wirkungen zeitigen. Angesichts des typischerweise kurzen Zeithorizonts politischer Entscheidungsträger bestehen somit genügend Anreize,

<sup>2</sup> Europäischer Rat von Luxemburg 12./13. Dezember 1997: Resolution of the European Council on Economic Policy Coordination in Stage 3 of EMU and on the Treaty's Articles 109 and 109b.

<sup>3</sup> Vgl. z.B. Ronald MacDonald: What Determines Real Exchange Rates? The long and short of it, IMF Working papers 97/21, Washington DC 1997.

## Übersicht

### Wechselkurspolitik nach Art. 109

#### Fall a): Es besteht kein formelles Wechselkurssystem

- Schritt 1: – Empfehlung der EU-Kommission und Anhörung der EZB  
oder  
– Empfehlung der EZB
- Schritt 2: Empfehlung des „Eurorates“ (Finanzminister der Teilnehmerländer), nicht bindend<sup>1</sup>
- Schritt 3: Ministerrat (alle EU-Staaten) beschließt „allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik“ mit qualifizierter Mehrheit
- Schritt 4: EZB führt aus  
oder  
Konfliktfall: EZB sieht Geldwertstabilität gefährdet und weigert sich

#### Fall b): Es besteht ein formelles Wechselkurssystem gegenüber Drittstaaten

- Schritt 1 und 2 wie oben
- Schritt 3: Ministerrat (alle EU-Staaten) beschließt einstimmig
- Schritt 4: Änderungen der Leitkurse im Rahmen eines solchen Systems  
– auf Empfehlung der EU-Kommission und nach Anhörung der EZB  
oder  
– Empfehlung der EZB
- Schritt 5: Ministerrat beschließt über Leitkursänderungen mit qualifizierter Mehrheit<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Im Euro-Rat sitzen die Finanzminister der an der Währungsunion teilnehmenden EU-Staaten zusammen. Es handelt sich bislang um ein informelles Gremium, das im Maastricht-Vertrag nicht vorgesehen ist.

<sup>2</sup> Innerhalb des Europäischen Währungssystems mit den Ost-Staaten (EWS II) hat die EZB eine deutlich stärkere Position. Änderungen der Leitkurse und der Schwankungsbreiten gegenüber dem Euro werden „im gegenseitigen Einvernehmen“ zwischen Europäischer Kommission, der EZB sowie den zuständigen Ministern der Euro-Länder, den Ministern der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder sowie deren Zentralbankpräsidenten getroffen. Innerhalb des EWS II haben die EZB und die übrigen beteiligten Zentralbanken die Möglichkeit, Interventionen, die „grundsätzlich automatisch und in unbegrenzter Höhe erfolgen“ sollen, nach eigenem Ermessen auszusetzen, sofern sie dem Ziel der Geldwertstabilität zuwiderlaufen, und ein Realignment der Wechselkurse auf die Tagesordnung zu setzen. (Vgl. Europäischer Rat: Tagung am 16. und 17. Juni 1997 in Amsterdam, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, in: EU-Nachrichten Nr. 2, Europäische Kommission, Bonn 1997, S. 23 f.)

insbesondere bei bevorstehenden Wahlterminen, „exceptional circumstances“ geltend zu machen.

Regierungen mit einer „Abwertungstradition“ könnten dieses Instrument auch für eine Euro-Zone benutzen wollen. Da „allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik“ nur einer qualifizierten Mehrheit bedürfen, sind im EU-Ministerrat lediglich 62 Stimmen notwendig (von insgesamt 87). Für die Abwertungsbefürworter wird es nicht einfach sein, diese qualifizierte Mehrheit zu erreichen. Hingegen ist offensichtlich, daß hier ein Veto allein von Deutschland nicht hinlänglich sein wird und überstimmt werden könnte.

Der EG-Vertrag läßt die Möglichkeit offen, zu einem späteren Zeitpunkt den Euro in ein Wechselkurs-system einzubinden. Nach Art. 109, Absatz 1 EGV ist klar geregelt, unter welchen Bedingungen (insbesondere der Sicherstellung der Preisstabilität) „der Rat einstimmig auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB ... nach Anhörung des Europäischen Parlaments ... förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für die ECU gegenüber Drittländwährungen treffen“ kann. Wird der Euro Teil eines formellen Währungsabkommens, kann der Rat „mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, die ECU-Leitkurse innerhalb des Wechselkurssystems festlegen, ändern oder aufgeben“ (Artikel 109, Absatz 1 EGV). Der Eintritt in ein Währungsabkommen erfordert also Einstimmigkeit des Rates, Leitkursänderungen erfordern nur eine qualifizierte Mehrheit.

Wie wird – basierend auf diesen währungsrechtlichen Formalien der Eurozone – die Wechselkurspolitik aber de facto gestaltet sein? Hieraus lassen sich zwei Fragen ableiten, die im folgenden behandelt werden sollen:

1. Wie stark wird der Druck der nationalen Vertreter in der EZB und im ESZB werden, mit dem Wechselkurs auch Beschäftigungspolitik zu betreiben? Und wie groß ist hierbei die Gefahr, daß – allen vertraglichen Bindungen zum Trotz – über die Wechselkurspolitik die Geldwertstabilität gefährdet werden könnte?

2. Wieweit sollte die EZB anstreben, den Euro in ein Wechselkursregime mit dem US-Dollar, dem Yen und anderen Währungen einzubinden, um so – als Secondbest-Lösung – den politischen Druck auf eine beschäftigungsorientierte Wechselkurspolitik zu mindern und die damit verbundene Gefährdung der Geldwertstabilität zu vermeiden?

### Eine neue wirtschaftspolitische Landschaft

Die Einführung des Euro bedeutet „zweifelsfrei einen tiefen Einschnitt im Weltwährungssystem“, ja, vielleicht ist sie sogar das wichtigste wirtschaftspoliti-

<sup>4</sup> Otmar Issing: Mögliche Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf die internationalen Finanzmärkte, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 6. Dez. 1996.

<sup>5</sup> Vgl. Europäische Kommission: Agenda 2000 – Band I: Eine stärkere und erweiterte Union, Brüssel, 15. Juli 1997, S. 44.

**Tabelle 1**  
**Der Euro im Weltwährungsvergleich**

	Bevölkerung in Mill.	Anteil am BIP der OECD- Länder in %	Anteil am Welt- handel in %	Anteil der Aus- fuhr am BIP in %	Devisen- reserven in Mrd. \$
USA	267	32,5	19,6	8,2	49,1
Japan	126	20,5	10,5	9	172,4
EU-15	370	38,3	20,9*	10,2	349,8

\*Ohne Intra-EU-Handel.

Quelle: Europäische Kommission: Economic Papers, Nr. 125 (November 1997), S. 36.

sche Ereignis „der ganzen Nachkriegszeit“<sup>4</sup>. Die Euro-Zone wird der größte Wirtschaftsblock der Welt werden (vgl. Tabelle 1). Sie wird in vielen Bereichen mit den USA und ihrem bislang unangefochtenen US-Dollar gleichziehen. Dadurch „wird Europa eine zentrale Rolle im Wirtschafts- und Währungsbereich erhalten“<sup>5</sup>. In einer hochgradig integrierten „globalisierten“ Weltwirtschaft zeigen sich somit auch erhebliche Auswirkungen nach außen, und zwar sowohl in realer als auch in monetärer Hinsicht. Das wirtschaftliche Gewicht der EU in der Weltwirtschaft wird so groß sein, daß sich konjunkturelle Schwankungen innerhalb der Euro-Zone unmittelbar auch auf die vor- und nachgelagerten außereuropäischen Zuliefer- und Absatzmärkte übertragen werden.

### Der Euro als Transaktionswährung

Bislang spielt der US-Dollar bei der Abwicklung von Handels- und Finanztransaktionen vor allen anderen Währungen eine dominante Rolle (vgl. hierzu Tabelle 2.1.a). Immer noch werden 47,6% der Handelstransaktionen in der US-Währung fakturiert, nur 15,5% in D-Mark. Ob der Euro eine Weltwährung wird, hängt davon ab, ob er auch als „Vehikelwährung“ bei Transaktionen Verwendung findet, an denen gar kein Partner aus einem EU-Land beteiligt ist. Heute spielt nur der US-Dollar eine weltweite Rolle: Der Wert des Welthandels, der in US-Dollar abgewickelt wird, ist nahezu viermal so hoch wie der US-amerikanische Exportwert. Bei der deutschen Währung fällt diese „Internationalisierungsrate“ deutlich bescheidener aus: Der weltweit in D-Mark gehandelte Warenwert übertrifft den Warenwert der deutschen Exporte nur gerade um 60%. Alle übrigen Währungen spielen kaum eine Rolle.

Für den Außenhandel der EU mit dem Rest der Welt ist unmittelbar die Frage von Bedeutung, ob EU-

## Tabelle 2

### Der Euro im Weltwährungsvergleich

#### 1. Der Euro als Transaktionswährung

##### a) Fakturierungsumsätze im internationalen Handel

	1980		1992	
	% des Weltexports	Internationalisierungsrate*	% des Weltexports	Internationalisierungsrate*
US-\$	56,4	4,5	47,6	3,6
D-Mark	13,6	1,4	15,5	1,4
Yen	2,1	0,3	4,8	0,6

\*Internationalisierungsrate = Welthandel fakturiert in D-Mark dividiert durch den Welthandel Deutschlands (nur Exporte).

##### b) Fakturierungsumsätze auf den internationalen Devisenmärkten (Brutto, pro Tag in %)

	April 1989	April 1992	April 1995
US-\$	90	82	83
D-Mark	27	40	37
Yen	27	23	24
Andere	56	55	56
Total	200	200	200

\*Da es sich um Brutto-Umsätze handelt, sind bei jeder Devisen-Transaktion jeweils zwei Währungen betroffen. Wegen dieser Doppelzählung ergibt sich ein Total von 200%.

#### 2. Der Euro als Anlagewährung

##### a) Anteile an ausstehenden internationalen Anleihen (in % am Welttotal)

	Ende 1981	Ende 1992	Ende 1995	(Ende 1996)
US-\$	52,6	40,3	34,2	(38)
EU-Währungen	20,2	33,0	37,1	(35)
Davon D-Mark	n. v.	10,0	12,3	
Yen	6,9	12,4	15,7	(16)
Andere	20,3	14,3	13,0	

##### b) Anteile an privaten Portfolios

	Ende 1981	Ende 1992	Ende 1995
US-\$	67,3	46,0	39,8
EU-Währungen	13,2	35,2	36,9
Davon D-Mark	n. v.	14,7	15,6
Yen	2,2	6,9	11,5
Andere	17,3	11,0	11,8

#### 3. Der Euro als Reservewährung

##### a) Währungszusammensetzung der weltweiten offiziellen Devisenreserven (in %)

	1975	1985	1995
US-\$	79,4	64,9	61,5
Yen	0,5	8,0	7,4
Schweizer Franken	1,6	2,3	0,5
EU-4	12,0	20,1	20,1
davon: D-Mark	6,3	15,2	14,2
GBP	3,9	3,0	3,5
FRF	1,2	0,9	1,9
NLG	0,6	1,0	0,5

##### b) Wechselkursarrangements (Zahl der angebotenen Drittländer)

Anbindung an	1990	1996	in % des Welt-BIP 1994
US-\$	25	21	1,53
Franz. Franc	14	14	
Andere	5	9	
SZR	6	2	
Währungskorb	35	20	
EWS	9	12	0,25
Managed floating	23	45	
Flexible Wechselkurse	25	52	
Andere	7	6	
Total	149	181	

Quelle: Europäische Kommission: Economic Papers, Nr. 125 (November 1997), S. 46, ergänzt mit Daten der Deutschen Bank Research: EWU-Monitor Nr. 33 vom 17. 6. 1997.

Unternehmen in heimischer Währung fakturieren können. Sie kämen damit in die bequeme Situation, während der Vertragslaufzeit Wechselkursrisiken (bzw. die Kosten der Kurssicherung) auf ihre Handelspartner außerhalb der EU abwälzen zu können. Drei Viertel der deutschen Exporte werden heute in D-Mark abgewickelt. In anderen EU-Ländern sind die Anteile weit niedriger; selbst ein großes Land wie Frankreich fakturiert nur 55% seiner Exporte in Francs<sup>6</sup>. Mit dem Euro könnte dieser Anteil deutlich steigen<sup>7</sup>.

Bei Devisentransaktionen steht nach wie vor der US-Dollar an der Spitze (vgl. Tabelle 2.1.b): 83% aller Transaktionen laufen mit Beteiligung des US-Dollar als verkaufte oder gekaufte Währung ab, 70% unter Beteiligung einer EU-Währung, davon 37% in D-Mark. Wird berücksichtigt, daß der Devisenhandel innerhalb der EU nach Einführung des Euro wegfällt, wird die Rolle des US-Dollar sogar noch prominenter: An 92% der Transaktionen ist dann der US-Dollar beteiligt, an 56% der Euro<sup>8</sup>.

#### Der Euro als Anlagewährung

Auch als Anlage- und Emissionswährung dominiert der US-Dollar die übrigen Währungen (vgl. Tabelle 2.2). Über ein Drittel aller ausstehenden internationalen Anleihen lautete 1996 auf den US-Dollar, lediglich ein Sechstel auf den Yen und nur 12% auf die D-Mark. Ähnliche Anteile finden sich in privaten Portfolios wieder. Als Medium für internationale Finanzanlagen dürfte der Euro die Summe seiner Ursprungswährungen übertreffen. Zwar mögen die Unsicherheiten über die Qualität des Euro und über die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank rund um den Start der neuen Währung erhebliche Umschichtungen in privaten wie auch in den offiziellen Portfolios provozieren, etwa zu einer Bewegung aus der D-Mark in den US-Dollar, die erst nach einiger Zeit in Euro getauscht werden. Mittelfristig aber dürfte der Euro in etwa gleichauf mit dem US-Dollar liegen<sup>9</sup>. Dafür spricht schon, daß der Anteil der internationalen Anleihen, die in den heuti-

<sup>6</sup> Philipp Hartmann: The Future of the Euro as an International Currency: A Transactions Perspective, Centre for European Policy Studies (CEPS), Research Report Nr. 20, Brüssel 1996, S. 12.

<sup>7</sup> Philipp Hartmann, a.a.O.

<sup>8</sup> Quelle der Zahlen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 67. Jahresbericht, Basel 1997.

<sup>9</sup> Ebenda. Mit einer weniger starken Rolle des Euro rechnet allerdings McCauley. Nach seinen Prognosen wird der Euro zwar ein größeres Gewicht als die D-Mark haben, jedoch ein geringeres als sämtliche heutigen EU-Währungen zusammen (Robert N. McCauley: The Euro and the Dollar, BIS Working Papers Nr. 50, Nov. 1997).

gen EU-Währungen denominiert sind, zusammengenommen etwa genauso groß ist wie der Anteil des US-Dollar.

Mittel- bis langfristig dürften auch die gemeinsamen Märkte für Anleihen, Aktien und Derivate in Euro ebenso groß und liquide werden wie die heutigen US-Dollar-Märkte<sup>10</sup>. Allein durch ihre Größe ziehen sie internationale institutionelle Anleger und Schuldner an, die bislang auf den US-Dollar-Markt als weltweit einzigem großen Kapitalmarkt angewiesen waren. Um durch Diversifizierung ihre Risiken zu mindern – das Wechselkurs-, das Inflations- und das allgemeine politische Risiko –, dürften sie einen Teil ihrer Portfolios in Euro umschichten. Ein insgesamt vermindertes Risiko spricht für tendenziell sinkende Preise der Anleihen im Euroraum. Auch dies steigert die Attraktivität des Euro als Anlagewährung.

**Der Euro als Reservewährung**

Bei den weltweiten offiziellen Währungsreserven liegt der Anteil der EU-Währungen weit niedriger als der Anteil des US-Dollar (vgl. Tabelle 2.3.a): 61,5% werden in US-Dollar gehalten, 14,2% in D-Mark, rund 6% in anderen EU-Währungen und 7,4% in Yen. Der US-Dollar spielt also eine weltweit erheblich gewichtigere Rolle, als die Größe der US-Wirtschaft vermuten ließe. Sowohl was das Sozialprodukt als auch was den Anteil am Welthandel angeht, steht die EU den USA in nichts nach – die 15 EU-Staaten (Bruttoinlandsprodukt: 8,4 Bill. US-Dollar) haben zusammen einen Anteil von 20,9% am Welthandel (ohne Intra-EU-Handel), die USA (BIP: 7,3 Bill. US-Dollar) haben einen Anteil von 19,6% (vgl. Tabelle 1).

Es führt jedoch in die Irre, vom Anteil eines Landes am Welthandel auf seinen Soll-Anteil an den weltweiten Devisenreserven zu schließen. Devisenreserven werden in modernen entwickelten Volkswirtschaften vor allem für Devisenmarktinterventionen zur Glättung von Wechselkursschwankungen gehalten. Zentralbanken sind daran interessiert, daß die Märkte in der jeweiligen Währung liquide sind und sie somit rasch und problemlos Umschichtungen in ihren Portfolios vornehmen können. Diese Bedingungen erfüllt heute

<sup>10</sup> Alessandro Prati, Garry J. Schinasi: European Monetary Union and Capital Markets: Structural Implications and Risks, IMF Working Paper WP/97/62, Washington, Mai 1997.

<sup>11</sup> Peter M. Garber: The Use of the Yen as a Reserve Currency, in: Monetary and Economics Studies, Vol. 14 (1996), Nr. 2 (Dezember), S. 1 – 22.

<sup>12</sup> Michael P. Leahy: The Dollar as an Official Reserve Currency under EMU, in: Open economies review, Vol. 7 (1996), S. 371-390.

<sup>13</sup> Öffnungsgrad: Anteil der Exporte am BIP.

**Tabelle 3**  
**Der Euro als Weltwährung 2010**  
(in %)

Handelsfakturierung	35
Weltdevisenreserven	25 - 30
Internationale Anlagen	30 - 40
Internationale Finanzierung	30 - 35

Quelle: Deutsche Bank Research: EWU-Monitor, Nr. 48 vom 17. 3. 1998, S. 9.

nur der US-Dollar. Die D-Mark und der Yen kommen dieser Rolle in weit geringerem Maße nach<sup>11</sup>. Der Euro hingegen, mit dessen Einführung die währungsbedingte Segmentierung der europäischen Märkte der Vergangenheit angehört, könnte gegenüber dem US-Dollar Anteile gewinnen<sup>12</sup>.

**Neue Anreize innerhalb der EU**

Insgesamt wird der Euro mittelfristig in vielen Bereichen mit dem US-Dollar gleichziehen (vgl. hierzu Tabelle 3). Sobald die EZB eine Reputation aufbauen konnte und sobald sich große, homogene europäische Finanzmärkte herausgebildet haben, wird daraus auch eine neue geopolitische Machtverteilung folgen. Die Euro-Zone wird eine weit weniger offene Volkswirtschaft sein, als es die einzelnen EU-Länder heute noch sind. Beispielsweise lag bislang der „Öffnungsgrad“<sup>13</sup> der EU-Mitgliedstaaten im Durchschnitt bei 30%, in kleineren Ländern wie Belgien und Irland sogar bei 60%. Deshalb gilt heute dem Wechselkurs ein besonderes Augenmerk. Denn schwankende Wechselkurse können höchst unangenehme realwirtschaftliche Rückwirkungen zur Folge haben. Nach Einführung des Euro wird der EU-weite Öffnungsgrad auf 10% sinken – und damit nur unwesentlich über jenem der USA oder Japans liegen (vgl. Tabelle 1). Bei einem geringeren Anteil des Außenbeitrags am BIP schwächen sich die negativen Begleiterscheinungen von Abwertungen ab – insbesondere die inflationären Folgen gestiegener Importpreise. Sie verschwinden aber keinesfalls vollständig.

Wenn Intra-EU-Handel zu Binnenhandel wird und Intra-EU-Kapitalströme zu Binnenströmen werden, nimmt die disziplinierende Wirkung der internationalen Kapitalmärkte ab. Auf eine einfache Formel gebracht: Die Länder der Europäischen Union – zumindest diejenigen, die sich an der Währungsunion beteiligen – werden vom Rest der Welt unabhängiger. Diese neu gewonnene generelle Unabhängigkeit gegenüber Drittwährungen könnte nun von einzelnen partikularen Interessengruppen für eine Strategie des Wechselkursprotektionismus mißbraucht werden.

### Wechselkurspolitik: Trojanisches Pferd für den Euro?

Die Gefahr, daß ein Zielkonflikt zwischen dem „Stabilitätsziel“ (als oberstem Ziel der EZB und ihrer Geldpolitik) und dem „Beschäftigungsziel“ (als wohl polit-ökonomisch dominantem Thema) mit einer höchstens kurzfristig wirksamen beschäftigungsorientierten Wechselkurspolitik „gelöst“ wird, dürfte um so größer sein, je länger strukturelle Probleme der Euro-Zone aufgeschoben werden. Zwei Krisenszenarien machen das deutlich:

#### Szenario 1: Asymmetrischer Schock

Einer der fundamentalen ökonomischen Vorbehalte gegenüber dem Euro besteht in der auch empirisch gestützten Kritik, bei der Euro-Zone handle es sich nicht um einen „optimalen Währungsraum“. Entsprechend würden sich externe Schocks realwirtschaftlich „asymmetrisch“ auf die einzelnen Länder auswirken, beispielsweise könnte eine Verteuerung des Rohöls in anderen Euro-Ländern zu einem stärkeren Beschäftigungsrückgang führen als in Deutschland<sup>14</sup>.

Ein absehbarer – politisch induzierter – asymmetrischer Schock wird Europa mit dem Beitritt der ersten Gruppe der mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) im ersten Jahrzehnt des dritten Jahrtausends bevorstehen. Die mittel- und osteuropäischen Länder werden vor allem eine Konkurrenz für die Länder darstellen, die heute innerhalb der EU komparative Vorteile bei arbeitsintensiver Produktion besitzen, so für Spanien, Portugal und Griechenland (die Regierung in Athen strebt inzwischen das Jahr 2001 als Beitrittszeitpunkt zur EWU an). Und die Beitrittskandidaten verfügen über einen erheblichen Exportvorteil in Form ihrer relativ zum Euro schwachen Währungen. Die direkt konkurrierten schwächeren EU-Länder hingegen sitzen mit den stärkeren EG-Volkswirtschaften geldpolitisch in einem Boot.

Wie läßt sich ein solcher asymmetrischer Schock abfedern? Unter den Bedingungen der EWU stehen weder veränderliche Wechselkurse gegenüber den wichtigsten Handelspartnern – den übrigen EWU-Ländern – noch eine an nationalen Erfordernissen

ausgerichtete Geldpolitik zur Verfügung. Nach gängiger Argumentation liegt die Last der wirtschaftlichen Anpassung somit bei drei anderen Kanälen:

- bei den Faktor- und Gütermärkten,
- beim nationalen Budget und
- bei Transferzahlungen aus anderen EU-Ländern.

Es ist jedoch leicht eine Situation denkbar, in der alle drei Kanäle verstopft sind. Insbesondere eine beschäftigungsfördernde Deregulierung des Arbeitsmarktes scheint in kontinentalen EU-Ländern innenpolitisch kaum durchsetzbar. Zugleich unterliegen die Budgets der EU-Staaten den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes<sup>15</sup>, der eine Nettoverschuldung von 3% des BIP als Obergrenze festschreibt. Sofern der Sanktionsmechanismus in der Realität tatsächlich funktioniert, schränkt er die Spielräume nationaler Finanzpolitik in der EU erheblich ein. Dies gilt um so mehr, als strukturkonservierende Subventionen und ineffiziente Sozialsysteme nur sehr langsam abgebaut und reformiert werden. Damit sind große Teile der nationalen Budgets gebunden. Falls die EWU-Länder (bzw. deren Regierungen) es nicht einmal schaffen, in „normalen“ konjunkturellen Situationen ausgeglichene Haushalte vorzulegen, werden die automatischen Stabilisatoren in Krisenzeiten noch weit weniger funktionstüchtig sein.

Dazu kommt folgendes: Die vom Stabilitäts- und Wachstumspakt auferlegten Sparzwänge dürften auch die Neigung der übrigen EU-Staaten mindern, durch großzügige Transferzahlungen Hilfestellung zu leisten. Eine Neigung, die ohnehin nicht sonderlich ausgeprägt ist, da nationale Regierungen ihre Budgets vornehmlich für innenpolitische Zwecke – und ihre dortigen potentiellen Wähler – zu verwenden wünschen.

Für die Regierungen der EU-Länder bietet sich beim Auftreten eines asymmetrischen Schocks ein scheinbar einfacher Ausweg: Ein gegenüber dem US-Dollar und dem Yen geschwächerter Euro könnte den weltmarktorientierten Branchen unter die Arme greifen und mittelbar die gesamte Wirtschaft ankurbeln.

#### Szenario 2: Symmetrischer Schock

Das Ausweichen der europäischen Regierungen auf eine Abwertungsstrategie ist auch beim Auftreten symmetrischer Schocks denkbar<sup>16</sup>. Ein plötzlicher EU-

<sup>14</sup>Die Literatur zur Theorie optimaler Währungsräume und zur Absorption asymmetrischer Schocks ist derart umfangreich, daß hier lediglich auf die knappe Darstellung bei Christian Schmidt, Thomas Straubhaar: Maastricht II: Bedarf es realer Konvergenzkriterien?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 75. Jg. (1995), H. 8, S. 434-442, insbesondere S. 438, und auf die neue Publikation von Otto G. Mayer, Hans-Eckart Scharrer (Hrsg.): Schocks und Schockverarbeitung in der Europäischen Währungsunion (Veröffentlichungen des HWWA-Instituts, Bd. 38), Baden-Baden 1997, hingewiesen werden soll.

<sup>15</sup>Europäischer Rat: Tagung am 16. und 17. Juni 1997 in Amsterdam. Schlußfolgerungen des Vorsitzes, in: EU-Nachrichten Nr. 2 der Europäischen Kommission, Bonn 1997.

weiter Einbruch der Nachfrage nach Investitionsgütern beispielsweise, der eine Rezession nach sich zieht und die Zahl der Arbeitslosen weiter ansteigen läßt, kann eine Abwertung des Euro als Königsweg aus der Krise erscheinen lassen. Denn in einer solchen Situation, wie auch im Fall eines tiefgehenden, technologisch bedingten Angebotsschocks, müßten sich die EU-Regierungen bereit finden, eine Flexibilisierung der Güter- und Faktormärkte durchzusetzen, insbesondere eine Reform des institutionellen Rahmens für die Arbeitsmärkte und eine Reform der Systeme sozialer Sicherung. Solche Maßnahmen wirken jedoch mittelfristig. In der kurzen Frist verursachen sie zunächst sozioökonomische Anpassungskosten, denen aber kaum Erträge gegenüberstehen, so daß sie polit-ökonomisch nur schwer durchsetzbar sein dürften.

Weniger Widerstände gibt es erfahrungsgemäß gegen interventionistische Ausgabenprogramme, beispielsweise die Subventionierung alter Industrien, sei es aus nationalen Budgets, sei es aus EU-Töpfen. Doch auch hier gilt: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, so er denn funktioniert, versieht die Einnahmeseite der nationalen Budgets mit einer Obergrenze. Dies dürfte zu einer verstärkten Disziplin bei den Ausgaben führen. Wiederum bietet sich in einer EWU-weiten Rezessionssituation der Außenwert des Euro als ein polit-ökonomisch leicht verkäufliches rasch wirkendes wirtschaftspolitisches Instrument – allerdings mit kurzer Wirksamkeitsdauer – an.

### Gewinner und Verlierer

Ob sich eine beschäftigungsorientierte Wechselkurspolitik des Euro gegenüber Drittwährungen in der Europäischen Union politisch durchsetzen läßt, hängt vom polit-ökonomischen Spannungsfeld und damit vom Einfluß von Gewinnern und Verlierern einer Euro-Abwertung ab. Zwei Interessengruppen ist ganz be-

sonders an einem nach außen schwachen Euro gelegen: Zum einen sind das Importsubstitutionsbranchen – also vor allem „alte Industrien“, Bergbau und Landwirtschaft –, für die eine Abwertung wie ein Zollschutz wirkt. Zum anderen könnten sich auch jene Branchen Vorteile ausrechnen, die einen großen Teil ihrer Produkte auf dem Weltmarkt außerhalb der EU absetzen, selber aber kaum auf Vorleistungen aus dem Rest der Welt angewiesen sind (z. B. Maschinenbau, Luft- und Raumfahrtindustrie).

Auf der Verliererseite finden sich Industrien, die intensiv Inputs aus der Nicht-Euro-Zone benötigen (z. B. Energie, Computer). Zu den Verlierern zählt auch die große Zahl der Konsumenten, die nun höhere Preise für importierte Güter und Dienstleistungen zahlen müssen. Indirekt und längerfristig gehört die gesamte Euro-Zone zu den Verlierern, weil durch eine Abwertung die Importpreise steigen und so ein Inflationsdruck entsteht, der durch geldpolitische Korrekturen kaum ohne Kosten gedämpft werden kann.

Ein Blick in die polit-ökonomische Literatur des Angebots und der Nachfrage nach Protektion vermag hier aufzuzeigen, daß sich im politischen Prozeß eher die Interessengruppen der Abwertungsbeefürworter durchzusetzen vermögen<sup>17</sup>. Sie vertreten in der Regel „alte“ Industrien, sind schlagkräftiger organisiert, haben lang eingespielte Kontakte zu politischen Entscheidungsträgern, haben besser gefüllte Kriegskassen und können auf ihre (vergangene!) beschäftigungspolitische Bedeutung verweisen.

Dazu ein Beispiel: Während der Periode des „Franc Fort“ (also seit Anfang 1987) hat Frankreich seine Währung fest an die D-Mark gebunden, ohne daß die Franzosen bei der Politik der Bundesbank in irgendeiner Form ein direktes Mitspracherecht gehabt hätten. Eine beschäftigungsorientierte Wechselkurspolitik wurde nicht verfolgt. In der EZB werden die Franzosen direkten Einfluß auf die gemeinsame Geld- und Wechselkurspolitik haben. Dieser monetäre Souveränitätsgewinn könnte zu einer beschäftigungsorientierten Wechselkurspolitik beispielsweise gegenüber dem US-Dollar genutzt werden, was<sup>18</sup> möglicherweise das Stabilitätsziel des Euro gefährdet. Bereits im vorigen Jahr hat Frankreichs Ex-Präsident Valérie Giscard d'Estaing sich für einen aus handelspolitischen Erwägungen schwachen Euro ausgesprochen.

<sup>16</sup> Die Relevanz asymmetrischer Schocks ist nicht unumstritten. Einige Autoren bezweifeln, daß sich exogene Schocks vor allem auf nationaler Ebene auswirken, sondern gehen davon aus, daß sie eher ein branchenweites Phänomen sind (vgl. hierzu den Beitrag von Michael Funke, Ralf Ruhwedel: Asymmetrische Schocks und die Zukunft der Europäischen Währungsunion, in: Otto G. Mayer, Hans-Eckart Scharrer, a.a.O., aber auch den kritischen Kommentar dazu von Manfred J. M. Neumann, ebenda). Ebenfalls umstritten ist, ob die Währungsunion selbst zu einer größeren Konzentration von Branchen führt und eine regional divergente Regionalentwicklung fördert (vgl. hierzu beispielhaft Paul Krugman: Geography and Trade, Cambridge, Mass. 1991), oder ob nicht im Gegenteil die unverrückbare Festschreibung der Wechselkurse gerade zu einer Diversifizierung der Wirtschaftsstrukturen führt (vgl. Europäische Kommission: One Market, one Money, in: European Economy 44, 1990; Lucca Antonio Ricci: Exchange Rate Regimes and Location, IMF Working Paper WP/97/69, Washington 1997).

<sup>17</sup> Stellvertretend dazu B. S. Frey: Internationale Politische Ökonomie, München 1985.

Die bisherigen Überlegungen zeigen, daß binnenwirtschaftliche Struktur- und Anpassungsprobleme innerhalb der Eurozone zu einer Abwertungsstrategie führen können. Dies würde handels- und währungspolitische Gegenreaktionen anderer Welthandelsmächte, insbesondere der USA, nach sich ziehen. Der Euro würde damit zur Zerreißprobe für das gesamte multilaterale Welthandelssystem. Indem neben den US-Dollar eine zweite große internationale Währung tritt, ändern sich in der Weltwährungspolitik – und, allgemeiner, in der Weltwirtschaftspolitik – die Spielregeln. Damit steigt das Risiko politischer Konflikte zwischen den großen Blöcken. Die multilateralen Elemente der Weltwirtschaftsordnung drohen weiter geschwächt zu werden. Auch die häufig geäußerte Erwartung, mit dem Euro nehme weltweit die Wechselkursvolatilität ab, könnte aufgrund konkurrierender Abwertungsstrategien enttäuscht werden.

### **Kontrapunkt: Ein optimistisches Szenario**

Allerdings ist es kein Naturgesetz, daß die binnenwirtschaftlichen und binnenpolitischen Spannungen derart kumulieren. Ein optimistisches Szenario ließe einen alternativen Ausgang erwarten:

Die räumliche Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung macht deutliche Fortschritte. Die strukturschwächeren Regionen profitieren von Direktinvestitionen. Das damit verbundene Humankapital führt am Zielort zu positiven externen Effekten („Spillovers“) und erhöht so, gemäß der Neuen Wachstumstheorie, dauerhaft die regionalen Wachstumsraten in unterdurchschnittlich entwickelten Gebieten. Die sinkenden Transaktionskosten und die insgesamt verbesserte Preisniveaustabilität innerhalb der Währungsunion stimulieren die innergemeinschaftliche Spezialisierung und Arbeitsteilung. Die Volkswirtschaften der Währungsunion kommen in den Genuß der „Generalkompensation“, die mit offenen Märkten einhergeht.

Die makroökonomischen Effizienzgewinne erleichtern die Finanzierung dringend notwendiger Strukturanpassungen. Die disziplinierende Wirkung des „Stabilitäts- und Wachstumspakts“ sowie der Wegfall des Inner-EU-Wechselkursrisikos tragen ihren Teil bei. Dauerhaft niedrige Zinsen sind das Ergebnis. Denn die Staaten beanspruchen nun die Kapitalmärkte weniger als in der Vergangenheit (geringeres „Crowding out“), und in den traditionellen Hochinflationländern sinkt der Risikoaufschlag auf den Zins. Beide Effekte stimulieren die Investitionen und damit das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

Auch die vieldiskutierten „asymmetrischen Schocks“ könnten ein durchaus überwindbares Hindernis darstellen. Denn asymmetrische Schocks sind weniger ein nationales als oft ein branchenspezifisches Phänomen<sup>18</sup>. Nicht Deutschland oder Italien, sondern die Stahl- oder Schwerindustrie werden von neuen Konkurrenten aus Südostasien ungleich stärker getroffen als beispielsweise der Versicherungssektor. Damit stellt die Absorption derartiger Schocks nicht eine europäische oder nationale Aufgabe dar. Vielmehr sind jene Regionen gefordert, die viele Arbeitsplätze in Problemindustrien aufweisen. Berufliche Mobilität durch Höherqualifizierung oder räumliche Mobilität nach Wachstumsregionen sind hier zu fördern. Gerade die Währungsunion kann dabei den notwendigen Katalysator abgeben. Sie verhindert, daß durch eine nationale Wechselkurspolitik diese dringlichen Flexibilisierungsschritte ungebührlich verzögert werden. Die gemeinsame Währung beschleunigt somit den realwirtschaftlichen Strukturwandel. Damit wird das Potential für asymmetrische Schockwirkungen verringert.

Dank anhaltender makroökonomischer Stabilisierung, realwirtschaftlicher Konvergenz und allenfalls begrenztem Auftreten asymmetrischer Schocks bleiben die wirtschaftspolitischen Anforderungen durch die Währungsunion begrenzt. Zugleich wird die politische Kooperation erleichtert: Die Akteure gewinnen Vertrauen zueinander, individuell empfundene Unsicherheit nimmt ab. Unkooperative Partner werden durch die Mehrheit bestraft. Dadurch kommt es zu einer deutlichen Fortentwicklung der politischen Strukturen der Europäischen Union.

Binnenwirtschaftliche Reformen kommen voran. Im Sinne eines Hayekschen Entdeckungsverfahrens führt der verstärkte institutionelle Wettbewerb innerhalb der Europäischen Union zu einer Liberalisierung der Arbeitsmärkte, zu effizienteren Systemen der sozialen Sicherung und der Besteuerung. Die günstigeren Rahmenbedingungen verbessern die Wettbewerbsfähigkeit im Sektor der handelbaren Güter. In der gesamten Wirtschaft, insbesondere im beschäftigungsintensiven Dienstleistungssektor, ergeben sich günstigere Bedingungen. Die Arbeitslosigkeit geht deutlich zurück. Die Währungsunion würde eine Phase des wirtschaftlichen Aufschwungs im Innern der Euro-Zone einleiten, die den protektionistischen und abwertungsorientierten Interessengruppen automatisch die Argumente aus den Händen schlägt.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu Michael Funke, Ralf Ruhwedel, a.a.O.

### Ein internationales Korsett für den Euro?

Beide Szenarien – das pessimistische wie das optimistische – zeigen eines: Geht es der Euro-Zone wirtschaftlich schlecht, werden starke polit-ökonomische Kräfte für eine Abwertung des Euro optieren. Geht es der Euro-Zone wirtschaftlich gut, wären positive Voraussetzungen für ein stabiles Weltwährungssystem gegeben. Also ließe sich die gedankliche Kausalität auch umdrehen: Wenn ein stabiler Euro-Wechselkurs gegenüber Drittwährungen in wirtschaftlich guten Zeiten kein Problem ist und in schlechten Zeiten der Euro-Wechselkurs zu protektionistischen Abwertungswettläufen mißbraucht werden könnte, wieso denn nicht gleich freiwillig den Euro in ein internationales Währungssystem integrieren? Wenn viele der heute in Europa regierenden sozialistischen und sozialdemokratischen Regierungen versucht sein könnten, eine beschäftigungsorientierte Wechselkurspolitik zu verfolgen, wäre dann nicht eine „Flucht nach vorne“ in ein internationales Währungssystem eine Second-best-Lösung, die verhindert, daß der Wechselkurs als flexibel einsetzbares Instrument der Wirtschaftspolitik auch gegen das prioritäre Ziel der Geldwertstabilität eingesetzt wird?

Wenn Reformhindernisse im Innern bestehen, die aus polit-ökonomischen Gründen nicht zu überwinden sind und die zu einer beschäftigungsorientierten Wechselkurspolitik führen, dann könnte dieses Ventil durch eine äußere Bindung des Euro an ein internationales Währungsregime geschlossen werden. Mit einer internationalen Übereinkunft ließe sich ein äußerer Rahmen schaffen, der die EU und den Rest der Welt gegen protektionistisch orientierte Interessengruppen und einer beschäftigungsorientierten Wechselkurspolitik schützen könnte. Allerdings müßte ein solches internationales Währungssystem derart flexibel gestaltet sein, daß davon keine Gefahr von außen für den Binnenwert des Euro ausginge.

Die entscheidenden Fragen lauten natürlich: Wie läßt sich ein internationales Währungssystem finden, das zwar eine Selbstbindung des Euro nach außen ermöglicht, nicht aber zu kartellistischen Absprachen der beteiligten Parteien führt? Unter welchen Umständen wollen Politiker(innen) mit einer „Flucht nach vorne“ nicht nur Marktkräfte durch Absprachen ausschalten, sondern sind sie wirklich dazu zu gewinnen, auf das Instrument der Wechselkurspolitik zu verzichten und sich für ein neues internationales Währungssystem zu engagieren?

Einmal mehr wird hier eine unabhängige starke Stellung der EZB zur zentralen Forderung. Sollte näm-

lich die Hoffnung auf eine interventionshemmende Selbstbindung tragen, werden zwei Punkte wichtig:

1. Die Zuständigkeit: Wer die Verhandlungen führt, hat eine starke Position. Der Verhandlungsführer setzt Schwerpunkte und bestimmt die Agenda mit. Liegt erst einmal ein Paket auf dem Tisch, wird die Hürde für einzelne Regierungen deutlich höher, es abzulehnen und damit die Verhandlungen insgesamt scheitern zu lassen. Die EU-Staaten sollten deshalb ein Gremium mit den Verhandlungen beauftragen, das keine handelspolitischen Interessen verfolgt, sondern im Gegenteil ein starkes Eigeninteresse an einem stabilen internationalen Umfeld hat. Diese Bedingung erfüllt die Europäische Zentralbank. Sie ist dem Ziel unterworfen, für Preisstabilität zu sorgen, und ein tragfähiges Währungssystem könnte ihr diese Arbeit erleichtern. Außerdem ist hier der größte Sachverständigenrat in Sachen internationaler Zusammenarbeit über die EU hinaus versammelt, das würde ihr eine starke Verhandlungsposition sichern. Es spricht also vieles dafür, die EZB mit den Verhandlungen zu beauftragen. Nach Art. 109 Absatz 3 EGV kann der Ministerrat dies mit qualifizierter Mehrheit entscheiden.

2. Das Timing: Eine wechselkurspolitische Selbstbindung ist um so einfacher zu haben, je homogener die Interessenlage innerhalb der EU ist. Dies wird am ehesten in den ersten Jahren nach Beginn der Währungsunion der Fall sein. Deutlich schwieriger dürfte es werden, wenn ab dem Jahr 2002 die ersten osteuropäischen Länder beitreten, die oben skizzierten ökonomischen Verwerfungen auftreten und auch die neuen Mitgliedstaaten mitentscheiden. Die Verhandlungen sollten möglichst beginnen, sobald sich im Sommer 1998 die Europäische Zentralbank konstituiert hat. Noch ein weiterer Grund spricht für eine unverzügliche Aufnahme der Gespräche: 1999 beginnt eine neue Runde der Welthandelsverhandlungen in der WTO. Es liegt nahe, daß sich die EU, die USA und Japan zeitgleich im Rahmen des Internationalen Währungsfonds für eine währungspolitische Absicherung des Freihandels einsetzen.

Ein nach außen stabiler Euro könnte ein stabilisierendes Element im internationalen Finanzsystem werden. Dies wird ohne internationale währungspolitische Zusammenarbeit kaum zu erreichen sein. Zugleich könnte eine solche Selbstbindung nach außen auch protektionistische Kräfte im Innern der EU schwächen. Dies wird um so notwendiger, wenn sich die von Euro-Kritikern im Vorfeld der EWU geäußerten realwirtschaftlichen Verwerfungen bestätigen sollten.