

Christian A. Conrad

# Zwei Jahre Europäische Währungsunion: eine Bestandsaufnahme

*Vor drei Jahren legte der Europäische Rat die ersten Teilnehmerstaaten der Europäischen Währungsunion fest, die am 1. Januar 1999 begann. Haben die maßgeblichen Akteure der Währungsunion ihre Aufgaben und die in sie gesetzten Erwartungen erfüllt? Welche Faktoren beeinflussten den Euro, und wie wird sich sein Wechselkurs in Zukunft entwickeln?*

Die erste Aufgabe der Akteure der Währungsunion war die Schaffung des institutionellen Rahmens der EWU durch die Regierungen und die nationalen Zentralbanken. Mit dem 1.1.1999 ging dann die geldpolitische Verantwortung offiziell auf die EZB über. Zu hinterfragen ist somit, ob die bedeutendste in den Statuten der EZB festgeschriebene Aufgabe, die Wahrung der Preisniveaustabilität nebst der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik, erfüllt wurde. Vor diesem Hintergrund ist auch die Geldpolitik der EZB zu analysieren.

Die nationalen Regierungen haben sich nicht nur mit dem Maastricht-Vertrag und dem Stabilitätspakt, sondern auch in zahlreichen Communiqués und Äußerungen zu verstärkter wirtschaftlicher und politischer Konvergenz verpflichtet. Es ist daher zu prüfen, ob diese Versprechungen eingehalten wurden. Das gleiche gilt für die angekündigte Konsolidierung der nationalen Haushalte.

Zu guter Letzt ergibt sich für die Regierungen als Schöpfer und für die EZB als Behüter die Aufgabe, die neue Währung im Währungsgebiet und, da es sich um eine konvertible Währung handelt, auch außerhalb des Währungsgebietes als Transaktions- und Wertaufbewahrungsmittel zu etablieren und ihr damit einen Wert sui generis zu geben.

## Der institutionelle Start

Außenpolitisch war die Gründung der Europäischen Währungsunion ein Erfolg. Alle EU-Mitgliedstaaten außer Großbritannien, Dänemark<sup>1</sup> und Schweden entschieden sich im Zeitverlauf für einen EWU-Beitritt<sup>2</sup>. Der Start der EWU kann auch in bezug auf die zu lösenden organisatorischen und institutionellen Aufga-

ben als erfolgreich bezeichnet werden. Ohne Verzögerung konnten bisher alle im Maastricht-Vertrag vorgesehenen Stufen zur Errichtung der Europäischen Zentralbank umgesetzt werden<sup>3</sup>.

Darüber hinaus erfüllte die EWU viele Aufgaben und Erwartungen bereits mit der Einführung des Euro als einheitliche europäische Währung: Die Transaktions- bzw. Umtauschkosten der europäischen Währungen untereinander fielen weg<sup>4</sup>. Der EU-Binnenmarkt bekam die noch fehlende Preistransparenz durch eine einheitliche europäische Transaktions- und Verrechnungseinheit und die europäische politische Integration<sup>5</sup> als Ansporn zumindest schon einmal vorab eine europäische Geldpolitik, bei der die EWU-Mitgliedsländer demokratisch mitwirken.

Die Unternehmen verfügen mit dem Euro über eine gleichbleibende und damit planbare Verrechnungseinheit für ihre innereuropäischen Ex- und Importe, und die Größe des Euro-Währungsraums bietet Schutz vor den gefürchteten Währungsattacken der Spekulanten. Mit der Einführung des Euro entstand der zweitgrößte Kapitalmarkt der Welt<sup>6</sup>, und der Euro-Raum ist außenwirtschaftlich unabhängiger geworden<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Volksabstimmung am 28. September 2000. Daß diese Länder bisher nicht an der EWU teilnehmen, kann umgekehrt auch als Mißerfolg ausgelegt werden. Dies gilt vor allem für das negative Referendum Dänemarks. Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Vol. 86 (2000), Nr. 4, S. 47.

<sup>2</sup> Vgl. Wolfgang Harbrecht: Zur Geldwertstabilität des Euro, in: Wolfgang J. Mückl (Hrsg.): Die Europäische Währungsunion, Paderborn 2000, S. 48 ff.

<sup>3</sup> Beispielsweise wurde das innereuropäische Zahlungssystem TARGET installiert.

<sup>4</sup> Die Schätzungen dieser Kosten liegen weit auseinander. Die Untergrenze liegt für die EU p.a. bei 300 Mill. DM und die Obergrenze bei 40 Mrd. DM nur für Deutschland. Vgl. Jörg M. Winterberg: Die Diskussion um die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, Interne Studien der Konrad-Adenauer-Stiftung, Nr. 124 (1996); sowie Peter M. Mombaur, Werner Langen: Euro-Argumente, Nr. 1 (1996), S. 7.

<sup>5</sup> Eine europäische politische Integration wurde in Verbindung mit der Euro-Einführung zumindest in Deutschland als ein sich selbst erklärendes Ziel angenommen. Vgl. hierzu die Diskussionen im Deutschen Bundestag und Deutschen Bundesrat. Der Bundesrat stimmte einstimmig und der Bundestag mit 97% dem Maastrichter Vertrag zu.

---

*Dr. Christian A. Conrad, 35, arbeitet bei der Landesbank Baden-Württemberg im Ressort Unternehmenskunden. Die in diesem Beitrag vertretenen Auffassungen und Standpunkte sind ausschließlich die des Autors.*

## Wahrung der Preisniveaustabilität

Auch die im Maastricht-Vertrag festgeschriebene vorrangige Aufgabe, die Preisniveaustabilität zu gewährleisten, erfüllte die Europäische Zentralbank (EZB) im ersten Jahr. Das von ihr selbst im Oktober 1998 – entsprechend der Praxis der Deutschen Bundesbank – definierte Inflationskriterium von maximal 2% Anstieg des harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindexes konnte eingehalten werden. Im Jahre 2000 wurde allerdings diese Zielsetzung mit 2,3% Preissteigerung verfehlt.

Das relativ positive Inflationsergebnis im ersten Jahr ist jedoch vor allem auf die Disziplinierungswirkung des Inflations-Konvergenzkriteriums zurückzuführen und aufgrund der geldpolitischen Time-lags vor allem der restriktiven Geldpolitik der nationalen Notenbanken vor der Gründung der Währungsunion zuzuschreiben. Das gute Inflationsergebnis gilt aber nur für den Durchschnitt. In den meisten Ländern mit traditionell hohen Preissteigerungsraten wurden schon 1998 und 1999 die 2% überschritten (Spanien: 1999, Portugal und Irland: 1998 und 1999, vgl. Tabelle 1).

Insgesamt lassen sich erhebliche Abweichungen in den Preissteigerungsraten bei den Ländern feststellen. Dies ist zwar nicht unbedingt verwunderlich, da davon auszugehen war, daß das über viele Jahre eingeübte Preisbildungsverhalten von Anbietern und Nachfragern sich nicht sofort mit der Einführung des Euro ändern würde. Auf der anderen Seite werden jedoch jetzt für die Länder mit höheren Preissteigerungstendenzen nach dem Wegfall der innereuropäischen Wechselkurse andere, schmerzlichere Anpassungsprozesse erforderlich<sup>8</sup>. Steigen die Preise ihrer Produkte (*ceteris paribus*) stärker als in den anderen europäischen Ländern, sinkt ihre Wettbewerbsfähigkeit. Sie können deshalb nicht nur weniger exportieren, sondern werden aus den anderen europäischen Ländern auch mehr importieren. Das Bruttosozialprodukt sinkt oder wächst zumindest schwächer.

Darüber hinaus steigen derzeit die Löhne in den ehemaligen Hochinflationsländern stärker als die Preissteigerungsrate und der Produktivitätsanstieg, was sich in steigenden Lohnstückkosten äußert (vgl. Tabelle 1). Je nach der Stärke der Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit kann es zu Arbeitslosigkeit

<sup>6</sup> Zwischen Januar 1999 und März 2000 wurden 47% der internationalen Schuldverschreibungen in Euro ausgegeben. Der US-Dollar kam auf 45%. Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 52.

<sup>7</sup> Während beispielsweise die Exporte Deutschlands vor Bildung der EWU fast 30% des Bruttoinlandsproduktes ausmachten, liegt der vergleichbare Wert für den Euro-Raum bei 17%. Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 51.

bis hin zu Unternehmenskonkursen kommen. Um dies abzuwenden, sind Kostensenkungen erforderlich, was vor allem Lohnsenkungen bedeutet, da die anderen Unternehmenskosten nicht variierbar sind. Ob dies durchsetzbar ist, wird sich zeigen. Bisher ist eher das Gegenteil zu beobachten. Immerhin läßt sich gegenüber Anfang der 90er Jahre feststellen, daß die relative Lohnstückkosten-Steigerung weniger stark differiert.

Die Alternativen zu realen Lohnkostensenkungen wären Subventionen, getarnt als europäische Struktur- oder Kohäsionsförderung. Sie dürften politisch verlockender sein, da nationale Subventionen von der EU-Kommission nur sehr restriktiv in Ausnahmefällen geduldet werden. Falls diese Mittel nicht ausreichen, sind jedoch politische Spannungen zu erwarten. Es ist zumindest nicht anzunehmen, daß die betroffenen Länder die Abwanderung ihrer Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit in die wettbewerbsfähigeren Länder akzeptieren werden. Dabei dürfte die Zuwanderung in den wettbewerbsfähigeren Ländern auch unerwünscht sein, weil dort selbst Arbeitslosigkeit herrscht.

## Die Geldpolitik der EZB

Auch bei der Geldpolitik stand die EZB vor neuen Herausforderungen, da es eine harmonisierte europäische Geldpolitik bisher noch nicht gab. Vor allem die fehlenden Informationen über das Verhalten der europäischen Geldnachfrage und die unbekanntenen Time-lags und quantitativen Wirkungszusammenhänge bereiteten Kopfzerbrechen. Nimmt man die Entwicklung des Preisniveaus als Maßstab, gelang der geldpolitische Start der EWU im ersten Jahr. Als Gründe für die höhere Inflation im Jahr 2000 wurden vor allem die Verteuerung der Importe aufgrund der starken Euroabwertung und der gestiegene Ölpreis genannt<sup>9</sup>. Allerdings stieg auch die Geldmenge M3 mit 6% im ersten Quartal 2000 über den Referenzwert von 4,5%, den die EZB für ein angenommenes Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von 2 bis 2,5% und eine Umlaufgeschwindigkeit des ca. 1,3fachen des Bruttoinlandsproduktes festgesetzt hatte. Nicht zuletzt deshalb erhöhte die EZB von November 1999 bis zum Oktober 2000 die Leitzinsen sechsmal von 3% um insgesamt 1,75% auf 4,75%<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Innerhalb des Vorläufers der Europäischen Währungsunion, dem Europäischen Währungssystem, kam es zu erheblichen Veränderungen der europäischen Wechselkursrelationen. So wertete die D-Mark zwischen 1979 und 1995 gegenüber der Lira um annähernd 60% und gegenüber dem französischen Franc um mehr als 45% auf. Vgl. Renate Ohr: Europäische Währungsunion – Eine Gefahr für Europa?, in: Rolf Caesar, Renate Ohr: Maastricht und Maastricht II: Vision oder Abenteuer?, Baden-Baden 1996, S. 239-249, hier S. 244.

<sup>9</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Sachverständigenrat): Gutachten 2000/2001, S. 48.

**Tabelle 1**  
**Entwicklung der Verbraucherpreise und Lohnstückkosten**

	Verbraucherpreise <sup>1</sup>				Lohnstückkosten <sup>2</sup>			
	1997	1998	1999	2000*	1997	1998	1999	2000*
Belgien	+ 1,5	+ 0,9	+ 1,1	+ 2,8	+ 0,5	+ 1,3	+ 1,2	+ 0,4
Deutschland	+ 1,5	+ 0,6	+ 0,6	+ 2,0	- 1,0	- 0,1	+ 0,8	+ 0,4
Finnland	+ 1,2	+ 1,4	+ 1,3	+ 2,8	- 1,0	+ 1,7	+ 0,5	+ 0,5
Frankreich	+ 1,3	+ 0,7	+ 0,6	+ 1,9	+ 0,8	+ 0,7	+ 1,0	+ 0,3
Irland	+ 1,2	+ 2,1	+ 2,5	+ 5,2	- 0,1	+ 3,8	+ 2,3	+ 2,4
Italien	+ 1,9	+ 2,0	+ 1,7	+ 2,7	+ 2,9	- 2,2	+ 2,0	+ 0,4
Luxemburg	+ 1,4	+ 1,0	+ 1,0	+ 3,5	- 0,6	+ 0,5	+ 1,0	- 0,2
Niederlande	+ 1,9	+ 1,8	+ 2,0	+ 2,2	+ 1,7	+ 2,4	+ 2,7	+ 0,7
Österreich	+ 1,2	+ 0,8	+ 0,5	+ 2,0	+ 0,2	+ 0,7	+ 0,9	+ 0,2
Portugal	+ 1,9	+ 2,2	+ 2,2	+ 2,6	+ 1,9	+ 2,8	+ 3,1	+ 2,2
Spanien	+ 1,9	+ 1,8	+ 2,2	+ 3,5	+ 2,3	+ 2,7	+ 3,1	+ 1,5
EU-11	+ 1,6	+ 1,1	+ 1,1	+ 2,4	+ 1,3	- 0,0	+ 2,0	- 0,3
Dänemark	+ 1,9	+ 1,3	+ 2,1	+ 2,8	+ 1,7	+ 3,0	+ 3,5	+ 2,0
Griechenland	+ 5,4	+ 4,5	+ 2,1	+ 2,8	+ 9,8	+ 7,1	+ 3,3	+ 1,5
Schweden	+ 1,8	+ 1,0	+ 0,6	+ 1,5	+ 0,6	+ 1,6	- 0,1	+ 0,3
Vereinigtes Königreich	+ 1,8	+ 1,6	+ 1,3	+ 0,8	+ 3,3	+ 4,3	+ 4,0	+ 1,7
EU-15	+ 1,7	+ 1,3	+ 1,2	+ 2,1	+ 2,0	+ 1,1	+ 2,9	+ 2,1

Quelle: Sachverständigenrat (SVR) zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Gutachten 2000/2001. Die Werte für 2000\* sind Schätzungen des SVR.

<sup>1</sup> Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr in %. <sup>2</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %, Arbeitnehmerentgelte in Relation zum realen Bruttoinlandsprodukt nach ESVG (Europäisches System volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung) 1995.

Verschiedene Autoren kritisierten in diesem Zusammenhang die uneinheitliche Begründung der Zinserhöhungen. Die ersten Zinserhöhungen rechtfertigte die EZB noch mit dem zu hohen Geldmengen- und Kreditwachstum, also der ersten Säule ihrer Zweisäulenstrategie, wohingegen sie ab März 2000 vor allem die Befürchtung von Zweitrundeneffekten (Lohnbildung) aufgrund der gestiegenen importierten Inflation als Folge der starken Euroabwertung anführte. Da die EZB die Kriterien für die zweite Säule, die Inflationssteuerung, noch nicht präzisiert hatte, wurde ihr eine mangelnde Regelbindung und damit Nachvollziehbarkeit vorgeworfen, was die Schaffung von Glaubwürdigkeit und den Aufbau einer stabilitätsgerichteten Reputation erschwerte. Positiv wurde aber in diesem Zusammenhang die Ankündigung der EZB gesehen, in Zukunft Inflationsprognosen abzugeben, weil damit die Möglichkeit einer diskretionären politischen Beeinflussung erheblich eingeschränkt werde<sup>11</sup>.

Die meisten Wirtschaftswissenschaftler stufen die Zinserhöhungen als angemessen und vor dem Hintergrund der Stabilitätsverpflichtung der EZB als konse-

quent und vorbeugend ein<sup>12</sup>. Es gab jedoch auch Autoren, die die Zinserhöhungen als Versuch interpretierten<sup>13</sup>, den Abwärtstrend des Euro-Wechselkurses zu stoppen. Allerdings zeigten die Zinserhöhungen nur geringe Wirkungen auf den Wechselkurs und konnten den Abwertungstrend des Euro nicht umkehren. Positiv wurde ferner registriert, daß die EZB über Äußerungen zu ihren geldpolitischen Ziel- und Zielwischengrößen die Märkte indirekt auf ihre geldpolitischen Schritte vorbereitet hatte<sup>14</sup>.

Die von der EZB koordinierte Zinssenkung der nationalen Zentralbanken im November 1998 und die Zinssenkung der EZB im April 1999 um insgesamt 0,8%<sup>15</sup> waren vor allem konjunkturpolitisch motiviert, womit die EZB ihrer zweiten Aufgabe, der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik nachkam<sup>16</sup>. Allerdings begünstigte diese Entscheidung vor dem Hintergrund des schwierigen Starts und der sich schon damals abzeichnenden starken Abwertung des Euro nicht die Vertrauensbildung. Im Gegenteil, die durch die Zinssenkung provozierte weitere Abwertung barg die Gefahr eines *Circulus vitiosus*, der sich gegenseitig verstärkenden Abwertung und Mißtrauensbildung in sich.

<sup>10</sup> Hierbei vollzog sie im Juni 2000 einen Wechsel vom Mengentender zum Zinstenderverfahren mit vorgegebenem Mindestzins.

<sup>11</sup> Vgl. Hans-Eckart Scharrer: Erfolgreiche Startphase für den Euro, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), H. 1, S. 2; sowie vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 48 ff. sowie 191 ff.

<sup>12</sup> Ebenda sowie Günter Weinert: Anhaltender Aufschwung in der EWU, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), H. 8, S. 502.

<sup>13</sup> Vgl. Eckardt Wohlers: Geldpolitik im Zeichen der Euro-Schwäche, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), H. 2, S. 72.

<sup>14</sup> Vgl. Hans-Eckart Scharrer, a.a.O., S.3.

<sup>15</sup> Vgl. Joachim Starbatty: Der Euro verpaßt allen den gleichen Geldmantel, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 27.2.2001, S. 19.

Verschiedene Beobachter lobten auch, daß die EZB den politischen Forderungen des ehemaligen deutschen Finanzministers Lafontaine nach Zinssenkungen Anfang 1999 widerstanden habe. Auf der anderen Seite wurde auch nicht ausgeschlossen, daß die EZB durch die Zinssenkung den politischen Druck generell abbauen wollte: zwar erfolgte die Zinssenkung erst nach Lafontaines Rücktritt im April, sie schloß sich damit aber zumindest zeitlich an.

Für die Glaubwürdigkeit einer ausschließlich stabilitätsorientierten Geldpolitik ist die Unabhängigkeit der EZB eine *Conditio sine qua non*. Die Forderungen des Europäischen Parlaments nach einer Rechenschaftspflicht der EZB und nach einer Veröffentlichung der EZB-Sitzungsprotokolle sind deshalb abzulehnen<sup>17</sup>. Ebenso sind die Versuche, im April 2001 die EZB durch Äußerungen in der Öffentlichkeit zu einer Zinssenkung zu bewegen (fast schon zu zwingen), vor dem Hintergrund der Unabhängigkeit und vorrangigen Verantwortung der EZB für die Preisniveaustabilität zu kritisieren<sup>18</sup>. Obwohl sich die EZB anfänglich standhaft weigerte, senkte sie dann doch – entgegen allen Erwartungen – am 10. Mai 2001 den Leitzins um 0,25%. Ihren Kurswechsel erklärte sie mit neuen statistischen Erkenntnissen über die Geldmengenwachstumsrate<sup>19</sup>. Nachdem die EZB noch weniger als zwei Wochen vorher auf der Tagung des IWF ihre Weigerung, die Zinsen zu senken verteidigt hatte, ist dies wenig überzeugend. Vielmehr entsteht der Eindruck, die EZB habe nicht zuletzt auch den amerikanischen Zinssenkungsappellen nachgegeben. Auch die Interpretation, die EZB habe die Märkte überraschen wollen, ist angesichts der vorher verfolgten offenen Informationspolitik wenig überzeugend. Es bleibt noch die Möglichkeit, daß die EZB zwar schon vorher die Zinsen aus konjunkturpolitischen Gründen senken wollte, es jedoch gerade wegen des öffentlichen Drucks nicht getan hat. In diesem Fall hätte sie aber auch noch länger warten können. Obwohl eine Zinssenkung von 0,25% eher symbolischen Charakter hat, besteht dennoch die Gefahr, daß sie als Übergang zu einer Zinssenkungsrunde verstanden wird und die Stabilitätsorientierung der EZB generell in Frage gestellt wird.

<sup>16</sup> „Das Hauptmotiv für die Zinssenkung war der Wunsch, die allgemeine Wirtschaftspolitik in Europa zu unterstützen.“ Wim Duisenberg, in: Handelsblatt vom 9.4.1999, S. 1.

<sup>17</sup> Vgl. Hans-Eckart Scharrer, a.a.O., S. 2 f.

<sup>18</sup> Die EZB begründete ihre Weigerung, die Zinsen zu senken, damit, daß es keine Anzeichen für eine globale Rezession gäbe, die Inflationsgefahr zwar gesunken, jedoch nicht gebannt sei, und nicht die Geldpolitik, sondern die Steuer- und Arbeitsmarktpolitik der Regierungen der Euro-Länder für eine Verbesserung der Wachstumsaussichten verantwortlich sei. Vgl. o.V.: DGB drängt auf rasche Senkung der Leitzinsen, in: Handelsblatt vom 18.4.2001, S.4.

## Massive Abwertung

Eine weitere Aufgabe der Europäischen Zentralbank ist die Etablierung des Euro als national anerkannte Währung. Laut Meinungsumfragen hat der Euro diesbezüglich einen schweren Stand, da die überwiegende Mehrheit der EU-Bürger – vor allem auch in Deutschland und anderen stabilitätsorientierten Ländern – mit ihren nationalen Währungen zufrieden waren und keine substantielle Verbesserung ihrer wirtschaftlichen Verhältnisse und damit auch keine bedeutenden Vorteile in der Einführung des Euro sahen<sup>20</sup>. Hinzu kommt, daß beispielsweise fast 80% der Deutschen kein oder nur ein geringes Vertrauen in den Euro haben<sup>21</sup>.

Tatsächlich hat der Außenwert des Euro seit der Festschreibung der Wechselkurse im Mai 1998 bis Ende 2000 kontinuierlich gegenüber ausgewählten Währungen um rund 20% und gegenüber dem Dollar um rund 23% verloren<sup>22</sup>. Trotz der nach amerikanischem Vorbild von der EZB zunächst verfolgten Strategie der wohlwollenden Nichtbeachtung des Außenwertes des Euro<sup>23</sup> („benign neglect“), sah sie sich dann doch im September 2000 gezwungen, im Rahmen einer konzertierten Aktion mit Japan und den USA und ein weiteres Mal im November im Alleingang zugunsten des Euro zu intervenieren. Darüber hinaus legen Berechnungen die Vermutung nahe, daß die EZB bereits früher inoffiziell interveniert hat<sup>24</sup>. Ferner ist davon auszugehen, daß die europäischen nationalen Zentralbanken zugunsten des Euro interveniert haben.

Angesichts der massiven Abwertung gewinnt man auf den ersten Blick den Eindruck, der Euro hätte die elementaren Geldfunktionen als Transaktions- und Verrechnungseinheit sowie die Wertaufbewahrungsfunktion nicht erfüllt, und eine Flucht aus dem Euro hätte das Angebot weit über die Nachfrage nach Euro steigen lassen. Da es jedoch viele Einflußfaktoren auf die Entwicklung eines Wechselkurses gibt, bedarf es einer eingehenderen Analyse.

<sup>19</sup> Die EZB rechtfertigte ihren Kurswechsel damit, daß von der monetären Entwicklung keine Risiken für die Preisstabilität mehr ausgingen. Aufgrund einer Verfeinerung der Statistik sei es gelungen, die Wachstumsrate der Geldmenge M3 um Geldmarkttitel von Gebietsfremden zu bereinigen, weshalb sie 0,5% niedriger liege als ursprünglich angenommen und der EZB Referenzwert für die Wachstumsrate der Geldmenge M3 in Höhe von 4,5% unterschritten werde. Vgl. Handelsblatt vom 11./12. 5. 2001, S. 1, 13, 31 und 33.

<sup>20</sup> Vgl. Wolfgang Harbrecht, a.a.O., S. 70.

<sup>21</sup> Gemäß einer Umfrage im Mai 2000. Vgl. o.V.: Der Euro: Wie Schnee in der Sonne, in: WiSu-Magazin (2000), Nr. 5, S. 621-622, hier S. 621.

<sup>22</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Monatsberichte Januar 1999 und Dezember 2000; sowie Sachverständigenrat, a.a.O., S. 49.

<sup>23</sup> Vgl. Hans-Eckart Scharrer, a.a.O., S. 3.

<sup>24</sup> Vgl. Timo Wollmershäuser: ESZB-Devisenbestand – quo vadis?, in: WiSt, 9. Sept. 2000, S. 518-521, hier S. 518.

## Große Kapitalabflüsse

Eine Flucht aus dem Euro müßte sich, da es sich um Finanzanlagen handelt, in Abflüssen in der europäischen Kapitalbilanz äußern. Dies ist der Fall. Es kam sowohl bei den Wertpapieranlagen (einschließlich Aktien mit einer Beteiligungshöhe von bis zu 10%) als auch bei den Direktanlagen zu einem massiven Kapitalexport. Diese Abflüsse hätten sich noch wesentlich stärker auf den Wechselkurs des Euro ausgewirkt, wenn sie nicht zumindest teilweise durch eine gestiegene Kreditaufnahme außerhalb des EWU-Währungsraums und anschließendem Umtausch in Euro ausgeglichen worden wären<sup>25</sup>.

Auch der Strom der Direktinvestitionen weist auf die höhere Attraktivität vor allem der USA als Investitionsstandort hin. 1999 flossen 212 Mrd. Euro Direktinvestitionen aus dem Euro-Raum und nur 74 Mrd. Euro in den Euro-Raum. Die Abflüsse gingen zu einem großen Teil in die USA, die 282 Mrd. US-Dollar Zuflüsse gegenüber nur 152 Mrd. US-Dollar Abflüssen aufwies, womit über 40% der im OECD-Raum insgesamt getätigten Direktinvestitionen in die USA geflossen sind<sup>26</sup>. Diese Entwicklung ist angesichts des ein bis zwei Prozentpunkte höheren amerikanischen Zinsniveaus wenig verwunderlich. Das reale Bruttoinlandsprodukt der USA wuchs von 1996 bis 1999 um durchschnittlich 4,2%, wohingegen der Euro-Raum nur 3,1% vorweisen konnte.

Letztlich konnten in den USA aufgrund des Produktivitätswachstums höhere Realzinsen bzw. Renditen gezahlt werden. Auch die Aktienmärkte konnten vor diesem Hintergrund mehr Kapital anziehen, weshalb in dem wesentlich stärkeren amerikanischen Wirtschaftsaufschwung wohl eine Hauptursache für die relative Euroschwäche und den daraus resultierenden Handelsbilanzüberschuß zu sehen ist.

Allerdings hätte der Dollar-Euro-Kurs vor dem Hintergrund der jüngsten amerikanisch-europäischen Leistungsbilanzentwicklung und dem abnehmenden Zinsspreads aufgrund der gegensätzlichen Zinsentscheidungen der Fed und der EZB wesentlich stärker steigen, also der Euro aufwerten müssen<sup>27</sup>. Auch konjunkturell haben sich die Unterschiede im amerikanischen und europäischen Wirtschaftswachstum verringert. Für 2001 liegen die Schätzungen der OECD für das Wachstum des US-Bruttoinlandsprodukts nur noch bei 1,7%, wohingegen für den Euro-Raum mit 2,6% gerechnet wird<sup>28</sup>, und nach Schätzungen des IWF bewirkt die Schaffung der Wirtschafts- und Währungsunion ein zusätzliches Bruttoinlandsproduktwachstum von einem Prozentpunkt nach zwei Jahren und rund drei Prozentpunkten nach zehn Jahren<sup>29</sup>.

## Bedeutung der „Fundamentals“

Vor dem Hintergrund des schwer nachvollziehbaren anhaltend starken Abwärtstrends des Euro zieht der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verschiedene empirische Studien und Ansätze zur Erklärung von Wechselkursentwicklungen heran. Sie zeigen, daß Wechselkurse kurzfristig besser durch Zufallsprozesse als durch fundamental orientierte Modelle abgebildet werden können. Für die Entwicklung des Wechselkurses sind danach kurzfristig spekulative Motive und Orientierungen am aktuellen Markttrend ausschlaggebend<sup>30</sup>. Demgemäß wären die Interventionen der EZB und der anderen Notenbanken sinnvoll gewesen, um eine kurzfristige Spekulation gegen den Euro zu sanktionieren und dadurch eine Trendumkehr einzuleiten. Dies gelang allerdings nicht.

Langfristig läßt sich die Wechselkursentwicklung mit fundamental orientierten Modellen gut abbilden. Die Preissteigerungsrate in den USA war von 1996 bis 1999 im Schnitt um 0,75 Prozentpunkte höher als im EWU-Währungsraum, weshalb die Kaufkraftparitätentheorie auf der Basis des Wechselkurses von Anfang 1999 eine Unterbewertung des Euro von ca. 28% ausweist<sup>31</sup>. Da sich die unterschiedliche Kaufkraft zweier Währungen nur über handelbare Güter ausgleichen kann, und dieser Ausgleich auch durch die Transaktionskosten und Handelshemmnisse begrenzt wird, ergeben sich sehr langfristige Anpassungspfade von fünf bis zehn Jahren. Die D-Mark bildete hier interessanterweise mit sehr viel kürzeren Anpassungszeiten eine Ausnahme<sup>32</sup>. Hier scheinen also die Märkte die fundamentalen Rahmendaten stärker in den Kursen zu berücksichtigen, was wohl vor allem auf die starke geldpolitische Regelbindung und das erworbene stabilitätspolitische Vertrauen der deutschen Notenbank zurückzuführen ist. Ein Vertrauen, das sich die EZB erst noch erwerben muß.

Erweitert man die Kaufkraftparitätentheorie durch die Einbeziehung des Kapitalmarktes, indem man beispielsweise unterschiedliche Realzinsentwicklungen sowie die konjunkturellen Abweichungen und Unterschiede in der Produktivitätsentwicklung in die Be-

<sup>25</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, Dezember 2000, S. 67.

<sup>26</sup> Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 47.

<sup>27</sup> Vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 195.

<sup>28</sup> Vgl. OECD: Economic Outlook Nr. 69, Preliminary Edition, Paris Mai 2001.

<sup>29</sup> Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro als „global Player“, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Vol. 81 (1999), Nr. 3, S. 38.

<sup>30</sup> Vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 196.

<sup>31</sup> Die Unterbewertung erhöht sich noch auf der Basis des durchschnittlichen ECU-Kurses der Jahre 1996 bis 1999.

<sup>32</sup> Vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 196.

<sup>33</sup> Vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 196 f.

trachtung einfließen läßt, weisen die vom Sachverständigenrat herangezogenen Modelle derzeit immer noch eine Unterbewertung des Euro von 10 bis 20% aus<sup>33</sup>.

Weil viele Politiker die Unterbewertung des Euro als positiv für die Wirtschaft darstellten, soll an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, daß Wechselkursänderungen, die nicht durch unterschiedliche Entwicklungen der Kaufkraft oder der Realzinsen begründet sind, international eine Fehlallokation der Ressourcen hervorrufen. Auch kann die massive Abwertung eine importierte Inflation nach sich ziehen, was – neben gestiegenen Ölpreisen und anderen Faktoren – eine Erklärung für den derzeitigen Inflationsanstieg wäre. Darüber hinaus wird durch die Unterbewertung des Euro die Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums künstlich erhöht, was den Innovationsdruck und den Zwang zu Kosteneinsparungen für die Unternehmen mindert. Alte, nicht mehr wettbewerbsfähige Unternehmen produzieren mehr und ineffizienter als ohne die Unterbewertung des Euro.

### Wirtschaftliche und politische Konvergenz

Das geringere Wachstum der EWU-Zone gegenüber den USA wird immer wieder auch auf ordnungspolitische Mängel zurückgeführt. So gilt der Arbeitsmarkt der USA und die Wirtschaft insgesamt als weniger reguliert und deshalb flexibler<sup>34</sup>. Die Anreize seien im Euro-Raum falsch gesetzt, weshalb die Sozialsysteme überlastet und die Steuerbelastung überhöht sei. Gerade neue wirtschaftliche Entwicklungen wie die „New Economy“ könnten sich deshalb in den USA besser entfalten<sup>35</sup>. In diesem Zusammenhang sind auch die wiederholten Forderungen nach wirtschaftspolitischer Liberalisierung und Vereinheitlichung der ordnungspolitischen Rahmenbedingungen<sup>36</sup> im Euro-Raum als eine Voraussetzung für ein höheres Wirtschaftswachstum und damit einer Aufwertung des Euro zu sehen<sup>37</sup>.

Auch fehlt im Euro-Raum im Gegensatz zu den USA ein politisch einheitliches Auftreten der Regierungen<sup>38</sup>. Eine uneinheitliche Politik lähmt jedoch, und

<sup>34</sup> Gemäß dem damaligen Vorsitzenden des Rates der Wirtschaftsberater von Präsident Clinton, Martin Bailey, prosperiert die US-Wirtschaft vor allem aufgrund ihrer deregulierten Märkte, hohen Wettbewerbsintensität, Flexibilität und unbegrenzten Arbeits- und Kapitalmobilität, wohingegen Europa an kaum noch zu finanzierenden Sozialsystemen und einer abschreckenden Arbeitsmarktrigidität leide. Nachhaltige Reformen auf den Arbeits- und Gütermärkten sieht auch die EZB als wesentlich für eine Steigerung des europäischen Wachstumspotentials an. Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 46.

<sup>35</sup> Vgl. o.V.: Die Abwärtsspirale hält an, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (2000), Nr. 10, S. 6; sowie Hans-Eckart Scharrer, a.a.O., S. 3.

<sup>36</sup> Die noch stark segmentierten bzw. national strukturierten Anleihe- und Aktienmärkte verursachen im Euroraum zehnmal höhere Transaktionskosten als in den USA. Hinzu kommen unterschiedliche aufsichtsrechtliche Regelungen und Rechnungslegungsvorschriften. Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 52.

die Wirkungen entgegengesetzter Politiken konterkarieren sich. Dies gilt nicht nur für die Finanz- und Wirtschaftspolitik, sondern auch für die Außenpolitik. Militärische Stärke wird oft auch als Voraussetzung für Stabilität und internationale Dominanz angesehen, weshalb der Dollar als Fluchtwährung dem Euro überlegen ist.

Letztlich sollte man sich in Erinnerung rufen, daß die Europäische Währungsunion gemäß den Vorstellungen der Monetaristen der Versuch ist, durch eine Einheitswährung eine politische und wirtschaftliche Integration hervorzurufen und nicht dem Ansatz der Ökonomen entspricht, wonach die einheitliche europäische Währung die Krönung der politischen und wirtschaftlichen Integration darstellen soll<sup>39</sup>. So gesehen bleiben derzeit die europäischen Politiker dem Euro noch die vollendete politische und wirtschaftliche Integration schuldig. Dies ist eine Erklärung, warum die Märkte derzeit die fundamentalen Entwicklungen zugunsten des Euro nicht angemessen im Wechselkurs berücksichtigen.

Gegen die ausschließlich wachstumsorientierte Erklärung der Euro-Abwertung wird allerdings von verschiedenen Autoren ins Feld geführt, daß der Euro noch stärker gegenüber dem Yen als gegenüber dem Dollar an Wert verlor, und dies trotz des viel geringeren japanischen Wirtschaftswachstums<sup>40</sup>. Es muß also noch weitere Gründe für die Euro-Schwäche geben.

### Konsolidierung der nationalen Haushaltspolitiken

Für die langfristige Vertrauensbildung in den Euro ist darüber hinaus eine stabilitätsorientierte Haushaltspolitik der Mitglieder der EWU zwingende Voraussetzung. Nach wie vor ist es nur schwer vorstellbar, daß die europäische Zinspolitik nicht vom Umfang der kaum noch aufzubringenden staatlichen Zinslasten der Mitgliedsländer beeinflußt werden könnte oder daß die EZB und ihre Mitgliedstaaten die Zahlungsunfähigkeit eines ihrer Mitglieder akzeptieren würden. Nicht zuletzt sieht der Art. 103a Abs. 2 des EG-Vertrags finanziellen Beistand vor, falls ein Mitgliedsland von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernsthaft bedroht ist. Obwohl die EZB in ihren Entscheidungen unabhängig und eine Kreditgewährung an die Regierungen ver-

<sup>37</sup> Vgl. o.V.: Der Euro: Wie Schnee in der Sonne, in: WiSu-Magazin (2000), Nr. 5, S. 622.

<sup>38</sup> Der Präsident der EU-Kommission, Prodi, reklamierte, daß die EU das Bild eines zögerlichen und kopflosen Europas vermittele. Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 47.

<sup>39</sup> Vgl. Hans Tietmeyer: Der Beitrag der Währungspolitik zur europäischen Integration, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, 1996, Nr. 38, S. 1.

<sup>40</sup> Vgl. o.V.: Der Euro: Wie Schnee in der Sonne, a.a.O., S. 621.

<sup>41</sup> Im Rahmen des Stabilitätspaktes wurde als mittelfristiges Defizitziel bei konjunktureller Normallage 1% vereinbart. Vgl. Peter M. Mom-baur, Werner Langen: Euro-Argumente, Nr. 1 (1996), S. 17.

**Tabelle 2**  
**Entwicklung des Haushaltssaldo und des Leistungsbilanzsaldos**

	Haushaltssaldo <sup>1</sup>				Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>			
	1997	1998	1999	2000*	1997	1998	1999	2000*
Belgien	- 1,9	- 0,9	- 0,7	+ 0,0	+ 4,8	+ 4,1	+ 3,9	+ 4,0
Deutschland	- 2,7	- 2,1	- 1,4	+ 1,4	- 0,1	- 0,2	- 0,9	- 0,8
Finnland	- 1,5	+ 1,3	+ 1,9	+ 4,0	+ 5,5	+ 5,7	+ 5,4	+ 6,8
Frankreich	- 3,0	- 2,7	- 1,8	- 1,4	+ 2,7	+ 2,6	+ 2,6	+ 2,2
Irland	+ 0,7	+ 2,1	+ 1,9	+ 4,2	+ 2,4	+ 1,9	+ 0,3	+ 1,1
Italien	- 2,7	- 2,8	- 1,9	- 0,4	+ 2,8	+ 1,8	+ 0,6	- 0,3
Luxemburg	+ 3,4	+ 3,7	+ 4,4	+ 3,0	-	-	-	-
Niederlande	- 1,1	- 0,7	+ 1,0	+ 1,7	+ 7,5	+ 6,3	+ 5,3	+ 4,3
Österreich	- 1,7	- 2,3	- 2,1	- 0,9	- 3,1	- 2,5	- 2,8	- 2,2
Portugal	- 2,6	- 2,3	- 2,0	- 1,5	- 5,2	- 6,5	- 8,9	- 10,5
Spanien	- 3,2	- 2,6	- 1,1	- 0,3	+ 0,4	- 0,2	- 2,1	- 2,9
EU-11	- 2,6	- 2,1	- 1,3	+ 0,2	+ 1,7	+ 1,3	+ 0,5	+ 0,3
Dänemark	+ 0,5	+ 1,2	+ 2,8	+ 2,6	+ 0,6	- 1,2	+ 1,5	+ 1,2
Griechenland	- 4,0	- 2,5	- 1,8	- 0,8	- 4,1	- 3,2	- 4,2	- 4,0
Schweden	- 2,0	+ 1,9	+ 1,9	+ 3,5	+ 3,1	+ 2,8	+ 2,5	+ 2,4
Vereinigtes Königreich	- 2,0	+ 0,4	+ 1,3	+ 4,6	+ 0,8	- 0,0	- 1,2	- 1,5
EU-15	- 2,4	- 1,5	- 0,7	+ 1,2	+ 1,5	+ 1,0	+ 0,2	- 0,1

Quelle: Sachverständigenrat (SVR) zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Gutachten 2000/2001. Die Werte für 2000\* sind Schätzungen des SVR.

<sup>1</sup> Finanzierungsdefizit (-) / -überschuß (+) des Staates in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. <sup>2</sup> Leistungsbilanzsaldo in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (nach ESVG 1995).

traglich verboten ist, findet die europäische Geldpolitik nicht im luftleeren Raum statt und wird zudem von Notenbankchefs aus Ländern mit verschiedenen Konjunkturen, wirtschaftlichen Interessen und Stabilitätskulturen entschieden. Die nicht koordinierte Haushaltspolitik wird deshalb auch als die offene Flanke der EWU bezeichnet. Aus diesem Grund ist es für einen starken Euro zwingend erforderlich, daß die ehemals weniger stabilitätsorientierten Länder ihren Wandel den Märkten glaubhaft machen<sup>41</sup>. Dies ist um so wichtiger, je mehr traditionell weniger stabilitätsorientierte oder wirtschaftlich schwächere Länder in die EU aufgenommen werden.

Nach einer starken haushaltspolitischen Konsolidierungspolitik, verbunden mit einiger Bilanzkosmetik, ist es einer großen Anzahl von Ländern gelungen, die Konvergenzkriterien weitgehend zu erfüllen. Italien und Belgien überschritten allerdings die vorgegebene Verschuldungsquote 1997 mit 121,6% und 122,2% ihres Bruttoinlandsproduktes nachhaltig und wurden trotzdem aufgenommen. Bisher sorgten die Konvergenzkriterien und der nicht ganz ausschließbare EWU-Austritt der stabilitätsorientierten Länder in der Übergangsphase für eine Disziplinierung dieser Länder<sup>42</sup>. Ab dem 1.1.2001 kann jedoch nach herrschender Meinung nur noch der Stabilitätspakt eine übermäßig expansive Haushaltspolitik auf Kosten der EWU-Gemeinschaft (Trittbrettfahrerproblematik) verhindern<sup>43</sup>. Um so gefährlicher war die Entscheidung des EU-Ministerrates vom Juni 1999, eine Über-

schreitung der im Stabilitätspakt vorgesehenen Obergrenze für die Neuverschuldung Italiens zu genehmigen, zu der es als Folge der mit 1,2% wesentlich geringeren Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes als die für 1999 erwarteten 2,5% kam. Auch die Entscheidung der EU-Kommission, sich für einen EWU-Beitritt Griechenlands zum 1.1.2001 trotz der deutlichen Verfehlung des Konvergenzkriteriums Schuldenstandsquote mit 104,4% im Jahre 1999 und der von der EZB angemeldeten Zweifel an der Konsolidierung der Staatsfinanzen auszusprechen, ist in diesem Zusammenhang zu kritisieren<sup>44</sup>.

### Erfüllung der Konvergenzkriterien

Im Stabilitäts- und Wachstumspakt wird immerhin als mittelfristiges Ziel ein nahezu ausgeglichener Haushalt oder ein Haushaltsüberschuß angestrebt. Auch deutet alles auf eine stabilitätsorientierte Konvergenz der nationalen Haushaltspolitik in der Zukunft hin. Mehr oder weniger blieben 1997 alle Länder unter der vorgegebenen Defizitquote von 3% (vgl. Tabelle 2). Das durchschnittliche Haushaltsdefizit sank damit bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum von 5,5% im Jahr 1993 auf 2,5% im Jahr 1997.

<sup>42</sup> Vgl. Wolfgang Harbrecht, a.a.O., S. 68 ff.

<sup>43</sup> Meyer beschreibt allerdings verschiedene Austrittsszenarien, auch für die Zeit nach der Euro-Einführung. Vgl. Dirk Meyer: Szenarien einer Währungsdesintegration in der Euro-Zone, in: WiSt (2000) Nr. 9, S. 508-512.

<sup>44</sup> Vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 55.

In ihren Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen von 1998 planen die Länder, das Haushaltsdefizit weiter abzubauen (Belgien, Österreich, Portugal, Griechenland, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande) oder ihren Budgetüberschuß weiter auszubauen (Luxemburg, Irland, Finnland und Schweden sowie Großbritannien und Dänemark). Das durchschnittliche Defizit im Euro-Raum würde sich von 2,3% des Bruttoinlandsprodukts auf 0,8% im Jahre 2002 verringern. Allerdings bleiben bei dieser oberflächlichen Betrachtung einige Einflußfaktoren unberücksichtigt, weshalb sowohl das Europäische Währungsinstitut als auch die Deutsche Bundesbank in den Konvergenzprogrammen der Länder für das Referenzjahr 1997 nicht nur erhebliche Mängel auf dem Gebiet der öffentlichen Finanzen, sondern auch dringenden Handlungsbedarf sahen<sup>45</sup>.

Als erstes ist die Bilanzkosmetik zu nennen, die einige Länder 1997 angewendet haben, um das Defizitziel zu erreichen. Teilweise wurden Zahlungsverpflichtungen verschoben, in nicht haushaltsrelevante Positionen verlagert oder stille Reserven aufgelöst bzw. Staatsvermögen privatisiert, um außerordentliche Erträge zu erzielen. Darüber hinaus erhöhten die Regierungen die Steuern und Abgaben. Staatliche Ausgaben wurden reduziert – allerdings vor allem bei den staatlichen Investitionen und nicht beim staatlichen Konsum. Die staatliche Investitionsquote der EU sank von 3% im Jahr 1991 auf 2,2% im Jahr 1997. Vor dem Hintergrund der zu erfüllenden Konvergenzkriterien ist diese Entwicklung verständlich, aber es ist zum einen fraglich, ob sie sinnvoll ist, und zum anderen, ob sie von Dauer sein wird.

Es darf nicht vergessen werden, daß die Reduzierung der Haushaltsdefizite bei einer positiven konjunkturellen Entwicklung und damit auch hohen Steuereinnahmen sowie historisch niedrigen Zinsen gelang. Die EU-Kommission hat deshalb für die einzelnen Länder sogenannte Defizit-Referenzwerte unter der Berücksichtigung ihrer jeweiligen Konjunkturempfindlichkeit errechnet. Deutschland, Griechenland, Frankreich, Italien und Österreich hätten 1997 demnach ein Defizit von ca. 1%, Belgien, Dänemark, Spanien, Irland, Luxemburg, die Niederlande, Portugal und Großbritannien ein Defizit zwischen 0 und 1% und Schweden und Finnland sogar einen Überschuß ausweisen müssen, um auch bei einer rückläufigen Konjunktur das angestrebte Defizit von 3% einhalten zu können<sup>46</sup>.

Ein bedeutendes Zins- und damit auch Haushaltsrisiko ist auch in den hohen Schuldenständen von Belgien, Italien und Griechenland zu sehen. Beispielsweise würde bei dem Schuldenstand Belgiens im Jahr

1999 von 271 Mrd. Euro (116,1% des BIP) eine Zinserhöhung von 1% eine zusätzliche jährliche Haushaltsbelastung von 2,71 Mrd. Euro und damit eine Erhöhung des Defizit von 0,7 auf 1,9% bedeuten. Unter den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen von 1997 und den Zielprojektionen der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme würden Italien und Belgien 15 Jahre und Griechenland zehn Jahre benötigen, um das Schuldenstandskonvergenzziel von 60% des Bruttoinlandsproduktes zu erreichen<sup>47</sup>. So gesehen besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, daß die konjunkturelle Ausnahmeregel des Stabilitäts- und Wachstumspaktes häufiger beansprucht werden wird. Es sollte hierbei auch nicht vergessen werden, daß selbst ein Halten der Schuldenstandsquote von 60% bei einer Defizitquote von 3% auf der Annahme eines nominalen Wirtschaftswachstums von 5% beruht.

Trotz aller Risiken birgt der Euro jedoch auch enorme Chancen, die es zu realisieren gilt. Diese liegen vor allem in seiner potentiellen Rolle als internationale Transaktions- und Reservewährung. Vor dem Hintergrund der schlechten Kursentwicklung des Euro stellt sich die Frage, ob er diese Funktion bereits wahrnimmt.

### Der Euro als internationale Währung

Die starke Euro-Abwertung wurde von kaum einem Ökonomen vorhergesagt. Viele Experten waren vielmehr von einer Euro-Aufwertung zu Beginn der Währungsunion ausgegangen. So sagte beispielsweise der amerikanische Ökonom C. Fred Bergsten – entgegen den tatsächlichen Kapitalabflüssen – Zuflüsse in den Euroraum von 500 Mrd. US-Dollar voraus<sup>48</sup>. Wie gezeigt wurde, verfügt der Euro gegenüber dem US-Dollar, wenn man die fundamentalen Wirtschaftsdaten zugrunde legt, über ein hohes Aufwertungspotential. Das Aufwertungspotential ergibt sich auch aus der bisher noch nicht ausgefüllten Rolle des Euro als internationale Transaktions- und Reservewährung.

Der US-Dollar war in der Vergangenheit und ist auch jetzt keine untadelige und unangreifbare Währung. Da die Sparquote in den USA gegen Null tendiert, finanziert das Ausland den amerikanischen Konsum über den Kapitalexport<sup>49</sup> in den USA. Das

<sup>45</sup> Vgl. Carsten-Henning Schlag: Die Budgetpolitik in der EWU, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), H. 2, S. 112 ff.

<sup>46</sup> Vgl. ebenda, S. 116.

<sup>47</sup> Vgl. ebenda, S. 117.

<sup>48</sup> Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 48.

<sup>49</sup> Vgl. Landesbank Baden-Württemberg: Länderbericht USA, Dezember 2000.

starke US-Wirtschaftswachstum, das die gegenüber dem Ausland höheren Realzinsen erlaubte, scheint sich derzeit stark zu verringern.

Das Bruttoinlandsprodukt der EU überstieg 1996 mit 8 570 Mrd. US-Dollar das der USA in Höhe von 7 388 Mrd. US-Dollar, und der Anteil der EU am Welt-handel ist mit 18,2% fast genauso hoch wie der Anteil der USA mit 18,3%. 1998 betrug der Anteil der USA an den internationalen Exporten 14,9%, der der EWU-Länder 19,5% und der der restlichen EU-Länder 9,1%<sup>50</sup>. Hingegen erreicht der US-Dollar einen Anteil an den internationalen Währungsreserven von 64%, während die D-Mark stellvertretend als europäische Ankerwährung und zweitwichtigste internationale Reservewährung 1996 nur 14% erreichte.

Die wirtschaftliche Bedeutung des neu geschaffenen Euro-Raums zwingt Länder mit einer hohen EWU-Außenhandelsverflechtung, ihre Währungen an dem Euro auszurichten, wenn sie ihren Außenhandel stabilisieren und außenwirtschaftliche Störungen für ihre Binnenkonjunktur vermeiden wollen. Inzwischen haben rund 50 Länder in Mittel- und Osteuropa ihre Währungen unterschiedlich stark an den Euro gebunden bzw. ausgerichtet. Das gleiche gilt für Dänemark und verschiedene afrikanische Länder. Um ihre Wechselkurse gegenüber dem Euro zu stabilisieren, werden die Länder mit einer starken Außenhandelsverflechtung deshalb auch einen großen Teil ihrer Währungsreserven in Euro halten wollen. Das gleiche gilt unter dem Gesichtspunkt der Risikodiversifizierung prinzipiell für alle internationalen Währungen<sup>51</sup>. Gelänge es dem Euro, das Vertrauen der internationalen Finanzmärkte zu gewinnen, so würde dies bei einem mittelfristig angenommenen Anteil des Euro an den internationalen Währungsreserven von 35-40% Kapitalzuflüsse aus dem Dollarraum in den Euro von mehreren hundert Milliarden Dollar<sup>52</sup> und eine Umverteilung der Segnioragegewinne zu Lasten des Dollar zur Folge haben. Der Dollar könnte dann stark an Wert verlieren.

Destabilisierend wirkt auch das hohe konjunkturelle Rückschlagspotential: zum einen der nachhaltige Rückgang der US-Aktienkurse, die sich in den 90er Jahren durchschnittlich mehr als vervierfachen, zum anderen das schnell steigende US-Leistungsbilanzdefizit. In den letzten fünf Jahren verdreifachte sich das Leistungsbilanzdefizit von 113 Mrd. US-Dollar auf zuletzt 338 Mrd. US-Dollar. Der frühere Rekordwert von 162 Mrd. US-Dollar im Jahr des Börsen-Crash 1987 wird damit um das Doppelte übertroffen. Im Jahr 2000 wurde ein Leistungsbilanzdefizit von 435 Mrd. US-Dollar, also von mehr als 4% des Bruttoinlandsprodukts ausgewiesen. Die durch das jahrzehntelange US-Leistungsbilanzdefizit kumulierte US-Auslands-

verschuldung beträgt derzeit rund 1500 Mrd. US-Dollar, also etwa 16% des amerikanischen Bruttoinlandsproduktes. Diese Auslandsverschuldung wird als Verbindlichkeit dann realwirtschaftlich spürbar, wenn die zur Anlockung von Auslandskapital notwendig hohen Zinsen nicht mehr auf eine boomende Konjunktur treffen und erst recht, wenn bei sinkenden Realzinsen ausländische Kapitalgeber nicht mehr bereit sind, die Defizite über Portfolio- oder Direktinvestitionen zu finanzieren. Die jetzige Stärke des Dollar könnte sich dann schnell in eine Schwäche verwandeln<sup>53</sup>. Gleiches gilt, falls der Dollar in seiner Funktion als internationale Transaktions-, Schwarzgeld- und Fluchtwährung auch nur teilweise durch den Euro abgelöst wird.

Der Welthandel wird zur Zeit zu rund 20% in Euro und zu 60% in US-Dollar abgewickelt. Auch das Erdöl wird in Dollar fakturiert, weshalb auch der Handel mit Rußland in Dollar abgewickelt wird. Da die sechs Golf-Kooperationsstaaten (Bahrain, Kuwait, Oman, Katar, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate) ihre Importe mit rund 34% vor allem aus Europa beziehen und in Euro abwickeln, ihre Exporterlöse allerdings zu 70-90% aus in US-Dollar fakturiertem Erdöl bestehen, sind wechselkursbedingte starke Schwankungen in der Handelsbilanz zu erwarten. In diesem Zusammenhang deutete der ägyptische Finanzminister an, daß auf mittlere Sicht eine Erdölfakturierung in Euro denkbar sei<sup>54</sup>. Die Erdölfakturierung stellt somit ein wichtiges politisches Pfand dar, mit dem die arabischen Länder gegenüber den USA wuchern könnten. Allerdings sind die bei der Erdölproduktion dominierenden Golfstaaten vor allem nach dem Golfkrieg militärisch auf die USA angewiesen und die EU kann keinen vergleichbaren Schutz anbieten. Denkbar wäre jedoch ein aus Dollar und Euro zusammengesetzter Ölpreis. Allerdings setzt all dies auch das Vertrauen der Märkte voraus. Niemand – weder Anleger, Güterhändler noch Notenbanken – möchte eine Währung besitzen, die ständig weniger wert ist.

<sup>50</sup> Vgl. Jörg Hinze: Does a Weak Euro Signify Poor Competitiveness of the Euro Zone?, in: INTERECONOMICS, Vol. 35 (2000), Juli / August, S. 183-190., hier S. 187; sowie vgl. Wolfgang Harbrecht, a.a.O., S. 72.

<sup>51</sup> Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 51 f.; sowie ders.: Der Euro als „global Player“, a.a.O., S. 37 f. und 41; sowie Hartmut Kohlhoff: Die Stärken der Euro-Schwäche, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Vol. 86 (2000), Nr. 4, S. 53.

<sup>52</sup> Vgl. Wolfgang Harbrecht, a.a.O., S. 71 f.

<sup>53</sup> Vgl. Markus Stahl, Christian A. Conrad: Die Finanzmärkte im Spannungsfeld der New Economy, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), H. 7, S. 415-422; sowie Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 49 f.

<sup>54</sup> Vgl. Ralf Zeppernick: Der Euro ist besser als sein Ruf, a.a.O., S. 51 f.; sowie ders.: Der Euro als „global Player“, a.a.O., S. 37 f.