

---

## Währungspolitik

ULRICH SCHRÖDER

Die Währungspolitik war 1999/2000 durch einen erstaunlichen Kontrast gekennzeichnet: Während sich die EU-Wirtschaft trotz Asien- und Russlandkrise befriedigend entwickelte und die Inflationsrate niedrig blieb, geriet der Euro an den Devisenmärkten immer wieder unter Druck und fiel gegenüber dem Dollar Anfang 2000 deutlich unter die Parität. Die Euro-Schwäche belebte die Zweifel der Skeptiker an der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), gefährdete die Attraktivität der WWU für die noch nicht teilnehmenden EU-Staaten und stellt eine psychologische Belastung vor der geplanten Bargeldumstellung Anfang 2002 dar.

### *Kräftiges Wachstum und weniger Arbeitslosigkeit*

In der öffentlichen Meinung wurde die Abwertung des Euro vielfach mit einem Scheitern der WWU gleichgesetzt. Jedoch verlief die wirtschaftliche Entwicklung wesentlich besser, als es von Europessimisten vorhergesagt worden war. Nach einer Durststrecke im ersten Halbjahr 1999 zog die Konjunktur im zweiten Halbjahr deutlich an. Insgesamt wurde 1999 noch ein reales Wachstum von 2,3% (1998: 2,7%) erzielt. Die Aussichten für 2000 werden wesentlich optimistischer eingeschätzt mit Prognosen, die bis zu einem Zuwachs von 3,5-4% reichen. Das wäre das beste Ergebnis seit 1990. Auch die letztjährigen Schlusslichter der Wachstumstabelle – Italien und Deutschland – werden im Jahr 2000 wesentlich kräftiger wachsen. Die Arbeitslosigkeit nahm deutlich ab. Im April 2000 lag sie bei 9,2%, und damit einen Prozentpunkt niedriger als ein Jahr zuvor.

Die Preissteigerungsrate blieb 1999 mit 1,1% im Jahresdurchschnitt niedrig, zog allerdings Anfang 2000 deutlich an. Wegen des starken Anstiegs der Ölpreise und der Euroschwäche wird die Inflationsrate 2000 rund 2% betragen, d.h. am oberen Rand des Zielbandes der Europäischen Zentralbank (EZB) liegen. Die Lage der öffentlichen Finanzen verbesserte sich 1999 trotz des leicht abgeschwächten Wachstums. Das Haushaltsdefizit (in % des BIP) im Eurogebiet sank von 2,0% (1998) auf 1,2%. Die ausstehende Staatsverschuldung (in % des BIP) ging im dritten Jahr hintereinander zurück. Nach dem Höchststand von 75,2% (1996) betrug sie 1999 noch 72,2%. Die Prognosen für 2000 gehen von einem weiteren Rückgang der Budgetdefizite und der Schuldenquote aus, wobei zu Letzterem auch erhebliche Privatisierungs- und Lizenzierungserlöse (z.B. Versteigerung der UMTS-Lizenzen in Deutschland) beitragen werden. Allerdings hat das Eurogebiet insgesamt die Ziele des Stabilitätspaktes – bei guter Wirtschaftslage sollen die Staatshaushalte

ausgeglichen sein oder einen leichten Überschuss aufweisen – noch nicht erreicht. Die Kommission und die EZB drängen daher auf eine weitere Fortsetzung des Konsolidierungskurses. Wachstumsbedingte Steuermehreinnahmen sollten eher für eine raschere Haushaltssanierung als für Steuersenkungen genutzt werden. In den „Grundzügen für die Wirtschaftspolitik“ forderte die Kommission, dass die Mitgliedstaaten spätestens 2001 einen ausgeglichenen Haushalt erreichen sollten.

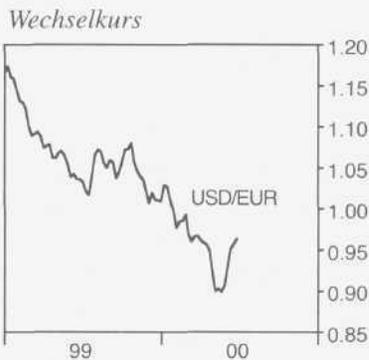
### *Die Euro-Schwäche: ein polit-psychologisches Problem*

Trotz der positiven wirtschaftlichen Entwicklung des Eurogebietes begab sich der Euro, der bereits Mitte 1999 die Parität zum Dollar getestet hatte, im Laufe des ersten Halbjahres 2000 erneut auf Talfahrt. Mitte Mai wurde mit 0,8845 USD ein neuer Tiefstand erreicht, der rund 25% unter der ersten Notierung am 4. Januar 1999 lag. Für die D-Mark bedeutete das den niedrigsten Wert gegenüber dem Dollar

seit Anfang 1986. In den folgenden Wochen konnte sich der Euro wieder erholen, ohne aber die Parität zu erreichen.

Die Euro-Schwäche stellte freilich weniger ein wirtschaftliches, als vielmehr ein polit-psychologisches Problem dar. Primär war der starke Dollar für Europa vorteilhaft, weil er die Exporte beflügelte und die Konjunktur stärkte. Die Kehrseite war der Anstieg der Inflationsrate. Im März 2000 lag sie im Euroraum bei 2,1% und damit leicht oberhalb des EZB-Zielbandes von 0-2%. Der Anstieg der Preissteigerungsrate beruhte aber weniger auf der Abwertung des Euro als vielmehr auf dem kräftigen Anstieg der Ölpreise. Ohne Energieprodukte und ohne saisonabhängige Nahrungsmittel betrug der Preisanstieg im März nur 1,1%. Die EZB verfolgt zwar nach ihrer geldpolitischen Strategie kein Wechselkursziel, jedoch ist ihr natürlich bewusst, dass der Wechselkurs ein wichtiger Faktor für die Preisentwicklung ist. Ökonomen gehen davon aus, dass eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar von 10% für sich genommen die Inflationsrate um 0,1-0,2% erhöht. Die EZB machte deutlich, dass sie diesen Faktor ernst nimmt, obwohl sie ihre Geldpolitik nicht direkt von der Wechselkursentwicklung abhängig machen will. Die EZB hatte bereits im November 1999 ihre geldpolitischen Weichen neu gestellt, indem sie ihren Leitzins, den Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft, um 0,5 Prozentpunkte auf 3% erhöhte. Im ersten Halbjahr 2000 folgten weitere Zinsanhebungen. Im Juni lag der Leitzins bei 4,25%.

Grund für die Euroschwäche war primär das anhaltende und überraschend kräftige Wirtschaftswachstum in den USA. Nach einem realen Zuwachs des BIP von über 4% im Zeitraum 1998/99 wurde für 2000 sogar ein Wachstum von annähernd 5% erwartet. Daneben verblasste die Konjunkturerholung des Eurogebietes. Die



große Dynamik der US-Wirtschaft lockte weltweit Kapital an – sowohl Direktinvestitionen als auch Anlagen am Aktien- und Anleihenmarkt. Die Euroschwäche stellte auch für die USA kein Problem dar, weil der starke Dollar dazu beitrug, die US-Inflationsrate im Zaum zu halten. Freilich war sich die weit überwiegende Zahl der Marktbeobachter einig, dass der Dollar Mitte 2000 stark überbewertet war.

In der Öffentlichkeit wurden freilich auch andere Gründe für die Euroschwäche diskutiert. Die Euro-Skeptiker sahen sich mit ihrer Einschätzung, Europa sei noch nicht reif für eine gemeinsame Währung bestätigt. Andere kritisierten die EZB für die angeblich fehlende Transparenz in der Geldpolitik. Immer wieder wurde auch die mangelnde Flexibilität der europäischen Güter- und Arbeitsmärkte als Ursache genannt. Sicher ist, dass von einem „benign neglect“ – einer wohlwollenden Vernachlässigung des Wechselkurses – seitens der EZB nicht die Rede sein konnte. Anders als Anfang 1999 ließ die EZB keinen Zweifel daran, dass ihr die Euroschwäche nicht gelegen kam. Das Waffenarsenal der EZB zur Bekämpfung von unerwünschten Wechselkursentwicklungen war freilich beschränkt. Eine aggressive Zinspolitik hätte den Wachstumsspielraum unnötig beschränkt. Interventionen am Devisenmarkt galten als wenig aussichtsreich, wenn sie nicht konzertiert im Kreis der drei großen Akteure – USA, Japan, Europa – erfolgten. Die EZB schloss solche Interventionen nicht aus, wollte sich aber ihr Pulver trocken halten.

#### *Griechenland zwölftes Mitglied der WWU*

Im März 2000 reichte Griechenland seinen WWU-Beitrittsantrag in Brüssel ein. Die EZB und die Europäische Kommission urteilten in ihren Konvergenzberichten, dass Griechenland die Kriterien erfüllt habe, die erreichte Konvergenz aber durch einen strikten Sparkurs und nachhaltige Inflationsbekämpfung absichern und verstärken müsse. Griechenland weise (wie vorher schon Belgien und Italien) eine weit überhöhte Schuldenquote von 104% auf und habe seine Inflationsrate durch einige nur kurzfristig wirkende Maßnahmen um einen Prozentpunkt zusätzlich gesenkt und nur so das Inflationskriterium erfüllt. Der ECOFIN-Rat entschied Mitte Juni in Feira, Griechenland Anfang 2001 in die WWU aufzunehmen. Griechenland plant eine verkürzte Einführungsphase. Es will den Bargeldumtausch zeitgleich mit den anderen elf WWU-Mitgliedern Anfang 2002 durchführen. An den Märkten wurde die Aufnahme Griechenlands kritisch aufgenommen. Darin sei ein Präzedenzfall für künftige WWU-Kandidaten zu sehen, die nun ebenfalls eine entgegenkommende Behandlung erwarten könnten. Das schade dem Charakter der WWU als einer Hartwährungsunion.

In Schweden und Dänemark rückte der Beitritt zur WWU näher. In Dänemark galt der Ausgang des für Ende September 2000 geplanten Referendums freilich als ungewiss; im Mai 2000 hatten die Befürworter des Euro bei Umfragen nur eine kleine Mehrheit. In Schweden sprachen sich die regierenden Sozialdemokraten ebenfalls für einen Beitritt aus. Auch hier sollen die Bürger, allerdings vermutlich erst 2003, mit einem Volksentscheid das letzte Wort haben. In Großbritannien war dagegen wenig Neigung vorhanden, auf den Euro-Zug aufzusteigen. Die Regierung

Blair hielt daran fest, erst nach der kommenden Unterhauswahl, die spätestens im Frühjahr 2002 stattfinden muss, über den Termin einer Volksabstimmung zu entscheiden. Die Stärke des Pfunds bereitete der Exportwirtschaft Schwierigkeiten, vor allem der Autoindustrie. Jedoch ignorierte die Regierung die Klagen der Industrie. Wegen des steigenden Gewichts des Dienstleistungssektors kam Großbritannien mit der Pfundstärke besser zurecht, als zu erwarten gewesen war.

### *Die Osterweiterung der EU wirft ihren Schatten voraus*

Die Osterweiterung der EU warf für die WWU bereits wichtige Fragen auf. Gemäß den 1993 auf der Ratstagung in Kopenhagen festgesetzten Grundsätzen sind die Beitrittskandidaten verpflichtet, das Gemeinschaftsrecht in vollem Maße zu übernehmen. Im Hinblick auf die WWU ließ die Gemeinschaft von vornherein keinen Zweifel daran, dass sie den neuen Mitgliedern keine Sonderklausel wie Großbritannien und Dänemark einräumen werde. Allerdings erhoben sich aus ihrem Kreis auch keine Stimmen gegen die Teilnahme an der WWU. Im Gegenteil: Einige Länder meldeten ihren Anspruch an, schon frühzeitig auch an der WWU teilzunehmen.

Die EU geht davon aus, dass die neuen Mitgliedstaaten mit ihrem Beitritt zur EU auch in die WWU aufgenommen werden, allerdings mit dem Sonderstatus von „Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt“. Sie werden den Euro nicht sofort einführen, jedoch die Wirtschafts- und Wechselkurspolitik als Angelegenheit von gemeinsamen Interesse betrachten. Erwartet wird, dass sie nach ihrem EU-Beitritt – aber nicht unbedingt zum Zeitpunkt des Beitritts – dem Wechselkursmechanismus beitreten, d.h. einen festen Wechselkurs zum Euro und eine Bandbreite von bis zu +/- 15 Prozent um die Parität vereinbaren.

Das Eurosystem erörterte mit den Notenbanken der zwölf Beitrittskandidaten im November in Helsinki die Voraussetzungen für einen WWU-Beitritt. Dabei wurde insbesondere über die Erfüllung des Wechselkurskriteriums diskutiert. Grundsätzlich ist dazu eine zweijährige Prüfungsphase einschließlich der Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus II zwischen dem Euro und den nicht an der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten erforderlich. Dieses Erfordernis ist umstritten. Italien und Finnland hatten bei der Konvergenzprüfung im März 1998 weniger als zwei volle Jahr am damaligen Europäischen Währungssystem teilgenommen. Estland argumentierte zudem, dass es bereits seit 1992 durch einen so genannten Währungsrat („Currency board“), d.h. einen absolut festen Wechselkurs zur D-Mark bzw. seit 1. Januar 1999 zum Euro, seine Fähigkeit unter Beweis gestellt habe, an der WWU teilnehmen zu können. Eine Mitgliedschaft am Wechselkursmechanismus II, selbst mit einem schmalen Wechselkursband von +/- 2,25%, wie es für die Dänekrone gilt, würde demgegenüber einen Rücktritt darstellen. Die EU dürfte sich allerdings schwer tun, diese Argumentation anzuerkennen, weil dies Tür und Tor für verfrühte Beitritte zur WWU öffnen würde. In Estland wurde jedoch sogar über eine vorzeitige „Euroisierung“, d.h. Einführung des Euro als nationale Währung noch vor dem Beitritt zur EU, diskutiert.

An den Finanzmärkten wurde die künftige Erweiterung der WWU um bis zu zwölf Staaten ohne Stabilitätstradition vielfach als weiterer Beleg für die Entwicklung der WWU zu einer Weichwährungsunion gewertet. Das wirtschaftliche Gewicht der zwölf Kandidaten ist allerdings gering. Ihr Bruttoinlandsprodukt betrug 1998 nur rund 340 Mrd. Euro gegenüber 6.110 Mrd. Euro für die elf Erstmitglieder der WWU. Eine WWU von bis zu 27 Mitgliedern stellt aber im Hinblick auf die Größe und Zusammensetzung des EZB-Rats, das zentrale Beschlussorgan der EZB, ein Problem dar. Mit 33 Mitgliedern – die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums und die dann 27 nationalen Notenbankpräsidenten – wäre die Arbeitsfähigkeit sehr zweifelhaft. Außerdem ist das Gewicht des Direktoriums zu gering. Sowohl bei der US-amerikanischen Notenbank als auch bei der Bundesbank besteht in etwa ein zahlenmäßiges Gleichgewicht zwischen den Mitgliedern des Direktoriums und den Vertretern der regionalen Zentralbanken. Der Bedarf für eine Anpassung des Vertrags von Amsterdam in diesem Punkt ist unübersehbar.

#### *Die Außenvertretung der WWU*

Die Außenvertretung des Eurogebiets in der Gruppe der sieben führenden Industrieländer (G7) wurde 1999/2000 erstmals so praktiziert wie Anfang Februar 1999 vereinbart. Danach vertritt der EZB-Präsident das Eurogebiet bei den Beratungen zur weltwirtschaftlichen Entwicklung und zur Wechselkursentwicklung. Die Zentralbankpräsidenten aus Deutschland, Frankreich und Italien sind dazu von den Sitzungen ausgeschlossen, während sie an den Beratungen zu anderen Themen, z.B. zur internationalen Finanzarchitektur, teilnehmen dürfen. Dieses Verfahren erwies sich für alle Beteiligten als unbefriedigend. Bei dem Internationalen Währungsfonds (IWF) wurde der EZB Beobachterstatus eingeräumt, und zwar sowohl im IWF-Exekutivdirektorium als auch im Internationalen Währungs- und Finanzausschuss, der an die Stelle des Interim-Komitees getreten ist.

Die Beratungen über eine Reform der internationalen Finanzarchitektur verloren 1999/2000 an Schwung, weil sich die Lage in den 1997 bis Anfang 1999 von Finanz- und Währungskrisen erfassten Ländern in Südostasien, Osteuropa und Lateinamerika rasch besserte. Gleichwohl entspann sich eine heftige Debatte um die Reform des IWF und der Weltbank. Die Initiative ging in erster Linie von den USA aus. Ziele waren insbesondere bessere Krisenprävention, eine Beschränkung der Rolle des IWF bei der Armutsbekämpfung zu Gunsten einer Konzentration auf seine Rolle als Krisenhelfer bei systemischen Finanzmarktkrisen und eine klare Abgrenzung zur Weltbank. Die Europäer taten sich schwer, dazu eine klare und einheitliche Position zu entwickeln. In der Abschlusserklärung des Washingtoner G7-Treffens im April setzte sich die EU aber mit einigen ihrer Anliegen durch. So soll die Rolle des IWF bei der Überwachung von Mitgliedsländern gestärkt werden und die mittelfristigen IWF-Kreditfazilitäten für die Transformationsländer beibehalten werden. Nach dem vorzeitigen Rücktritt des Geschäftsführenden IWF-Direktors Camdessus kam es bei der Wahl seines Nachfolgers in diesem Amt, der traditionell von den Europäern gestellt wird, zu Auseinandersetzungen mit den USA. Die EU-

## DIE POLITIKBEREICHE DER EUROPÄISCHEN UNION

Staaten stellten sich letztlich einmütig sowohl hinter den ersten Kandidaten, den deutschen Finanzstaatssekretär Koch-Weser, der jedoch am Widerstand der USA scheiterte, als auch hinter Horst Köhler, den Präsidenten der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung in London, der dann den Chefposten beim IWF übernahm.

### *Vorbereitungen auf den Bargeldaustausch*

Zur Jahresmitte 2000 hatte der Euro die Hälfte der dreijährigen Übergangsperiode für die Einführung des Euro als einheitliche europäische Währung hinter sich. Rechtlich erfolgte die Einführung am 1. Januar 1999. Faktisch wurde der Euro zunächst nur als Buchgeld und an den Finanzmärkten genutzt. Ende 2001 soll die Umstellung auf die einheitliche Währung vollständig abgeschlossen sein, und Anfang 2002 erfolgt schließlich der Bargeldumtausch. Technisch verlief die Einführungsphase bisher weitgehend reibungslos. Der Euro ist insbesondere an den nationalen und internationalen Finanzmärkten und in der Geldpolitik der EZB voll etabliert.

Die Erwartungen, dass sich der Euro als Buchgeld zunehmend durchsetzen würde, wurden aber nicht erfüllt. Besonders langsam kam die Verwendung des Euro bei den öffentlichen Verwaltungen voran. Deutlich größer waren die Fortschritte im Privatsektor vor allem bei Großunternehmen. Bei kleinen und mittelständischen Unternehmen und insbesondere bei den privaten Haushalten war die Nutzung des Euro dagegen noch wenig verbreitet. Die Kommission zeigte sich wegen der schleppenden Umstellung besorgt. Das Konzept der Bargeldumstellung wurde in der zweiten Jahreshälfte 1999 vereinbart. Danach soll der überwiegende Teil der Umstellung innerhalb von zwei Wochen nach dem 1. Januar 2002 abgeschlossen sein. Die Phase des Parallelumlaufs alter und neuer Banknoten soll auf einen Zeitraum von vier Wochen bis zwei Monaten beschränkt werden. Die Bürger können für eine kurze Übergangszeit (in Deutschland bis Ende Februar 2002) noch mit nationaler Währung zahlen, erhalten als Wechselgeld aber nur noch Euro.

Für die Vorbereitung der Bürger und der Unternehmen beschloss die Kommission im Februar 2000 eine Kommunikationsstrategie, die sie gemeinsam mit den Mitgliedstaaten umsetzen will. Parallel dazu läuft eine Informationskampagne der EZB.

### Literatur

- Deutsche Bank Research, Osteuropa und die EWU: Wirtschaftsbeziehungen und Beitrittsperspektiven, Frankfurt am Main, 2000.
- Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 1999, Frankfurt am Main, 2000.
- Europäische Kommission, Empfehlung der Kommission für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft im Jahr 2000, Brüssel, April 2000.
- Europäische Kommission, Konvergenzbericht 2000, Brüssel, Mai 2000.
- Europäische Kommission, Vierteljährlicher Überblick über die Entwicklung der Verwendung des Euro, Nr. 2, Brüssel, April 2000.
- Europäische Zentralbank, Jahresbericht 1999, Frankfurt am Main, 2000.
- Europäische Zentralbank, Lfd. Monatsberichte, Frankfurt am Main.
- Löchel, Horst (Hrsg.), Finanzmärkte in Euroland, Funktionsbedingungen und Perspektiven, Frankfurt am Main, 2000.
- OECD, EMU – One Year On, Paris, 2000.
- Welteke, Ernst (Hrsg.), Die Europäische Zentralbank, Köln, 1999.