

## Währungspolitik

ULRICH SCHRÖDER

Das überragende Ereignis in der Währungspolitik war die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion (EWU), die den Abschluss der Umstellung auf den Euro bildete. Daneben galt die Aufmerksamkeit der Geldpolitik und der Entwicklung des Wechselkurses.<sup>1</sup> Zudem kam der mögliche Beitritt von Großbritannien, Dänemark und Schweden zur WWU wieder auf die Tagesordnung; und der Blick richtete sich zunehmend auf die Euro-Perspektiven der EU-Beitrittskandidaten.

### *Reibungsloser Bargeldumtausch stärkt die Akzeptanz des Euro*

1999 war der Euro in den zunächst elf Teilnehmerstaaten des Euro-Währungsgebiets, zu denen 2001 Griechenland stieß, nur als Buchgeld eingeführt worden. Für die Bürger und die allermeisten kleinen Unternehmen blieb er eine „virtuelle“ Währung. Die lange dreijährige Übergangsphase trug nicht zur Popularität des Euro bei. Nach intensiven Vorbereitungen begannen im Laufe des Jahres 2001 die konkreten Maßnahmen zum Bargeldumtausch. Ab Mai 2001 rief die Deutsche Bundesbank mit den Kreditinstituten zur frühzeitigen Abgabe von nicht benötigtem DM-Bargeld, insbesondere Münzen („Schlafmünzen“) auf. Ab September lief die Vorabausstattung der Banken und ihrer Geschäftspartner mit Bargeld an. Seit Dezember 2001 konnten die Kreditinstitute Euro-Bargeld auch an Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets ausreichen. Ab Mitte Dezember wurden Münzhaushaltmischungen („Starter-Kits“) an die privaten Haushalte verkauft. Banknoten durften vor dem 1. Januar 2002 dagegen nur an Unternehmen abgegeben werden.

Nach diesen umfassenden Vorbereitungen verlief der Bargeld austausch zügig und weitgehend störungsfrei. Das neue Bargeld stieß auf hohe Akzeptanz in der Bevölkerung und die Zustimmung zum Projekt Währungsunion stieg sprunghaft. Standen noch im Dezember 2001 nur 38% der Deutschen positiv zur Gemeinschaftswährung, so waren es im Januar bereits 49%.

In Deutschland wurde der Euro ab dem 1. Januar 2002 zur alleinigen gesetzlichen Währung (sog. juristischer „Big Bang“). Jedoch konnten die Verbraucher gemäß einer Übereinkunft von Handel und Banken mit dem Bundesfinanzministerium noch bis Ende Februar mit DM-Bargeld bezahlen. In anderen Ländern war die Phase, in der gleichzeitig die alte nationale Währung und der Euro umliefen, noch kürzer, z.B. dauerte sie in den Niederlanden nur bis zum 28. Januar 2002 und in Frankreich bis zum 17. Februar. Faktisch wurde die D-Mark auch in Deutschland

schon im Laufe des Januar weitgehend aus dem Umlauf verdrängt. Im Vorfeld des Bargeldumtausches wurden erhebliche Bargeldbestände aufgelöst. Der D-Mark-Banknotenumlauf verringerte sich im Jahr 2001 um 54,5 Mrd. Euro auf noch 76,5 Mrd. Euro. Im Eurosystem insgesamt ging der Banknotenumlauf um rund 110 Mrd. Euro auf 270 Mrd. Euro zurück.<sup>2</sup>

### *„Teuro“ und „gefühlte Inflation“ – aber sinkende Inflationsraten*

Die Befürchtungen vieler Bürger – nach einer Umfrage von Januar 2002 70% –, dass der Bargeldumtausch weithin zu Preiserhöhungen ausgenutzt würde, schien sich schon früh zu bestätigen. Zahlreiche Güter des täglichen Bedarfs, insbesondere Dienstleistungen wie z.B. Friseure und die Gastronomie, wurden teurer. Während die Bildzeitung den Begriff „Teuro“ einführte, sprachen die Statistiker von der „gefühlten“ Inflation, da die Teuerung Güter betraf, deren Preise der Konsument kennt und beobachtet. Freilich verringerte sich die „gemessene“ deutsche Preissteigerungsrate von 2,1% im Januar bis Juni auf 0,8%, der niedrigsten Inflationsrate seit Ende 1999. Das Statistische Bundesamt stellte fest, „dass die Euro-Einführung auf die Lebenshaltungskosten insgesamt keinen wesentlichen Einfluss gehabt hat,“ räumte aber „Sonderentwicklungen, welche die subjektiven Eindrücke der Mitbürger – zumindest teilweise – bestätigen“, ein.<sup>3</sup> In anderen Ländern des Eurogebiets wurden ähnliche Preiswirkungen beobachtet, jedoch hielt sich dort die Aufregung in Grenzen.<sup>4</sup> Erwartungsgemäß hatte die Bargeldumstellung keine nennenswerten direkten gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen.<sup>5</sup> Nachdem sich die Konjunktur im Euro-Raum im Laufe des Jahres 2001 merklich abgekühlt hatte, setzte etwa um die Jahreswende 2001/2002 eine leichte Erholung ein. Allerdings zeigte der private Verbrauch in den ersten Monaten 2002 ausgesprochene Schwächesymptome, z.T. war sogar von einem „Käuferstreik“ die Rede. Als Grund dafür wurde auch die Verärgerung bzw. Verunsicherung der Verbraucher durch die eurobedingten Preiserhöhungen genannt.

### *Moderate EZB-Zinssenkungen*

Anders als die US-Zentralbank (Fed), die im Laufe des Jahres 2001 ihre Zinsen bereits vor den Terroranschlägen des 11. September von 6,5% auf 3,5% zurückgenommen hatte und – aus Sorge über einen Zusammenbruch des Anleger- und Verbrauchervertrauens – ihren Leitzins danach weiter auf 1,75% senkte, verhielt sich die EZB abwartend. Gründe waren das Überschreiten des Inflationsziels und ein überaus kräftiges Wachstum der Geldmenge M3. Nachdem die EZB schon im Jahr 2000 mit einem Preisanstieg von 2,3% ihr Ziel, die Inflationsrate zwischen 0 und 2% zu halten, verfehlte, war die Inflationsrate 2001 mit 2,5% sogar noch etwas höher. Besonders stark stiegen die Preise von Energie sowie unverarbeiteten Nahrungsmitteln – bedingt durch die BSE-Krise und den Ausbruch der Maul- und Klauenseuche in einigen europäischen Ländern. Jedoch verminderte sich die Inflationsrate im Eurogebiet von 3,5% im Mai 2001 bis Dezember auf eine Rate von 2,0% und ging – nach einem vorübergehenden Anstieg zu Jahresbeginn – bis Juni

2002 auf 1,8% zurück. Der Anstieg der Geldmenge M3, des ersten Pfeilers in der geldpolitischen Strategie der EZB, blieb ein Problem. Nachdem die Zuwachsrate im ersten Halbjahr 2001 bei rund 4% gelegen hatte, beschleunigte sich das Wachstum. Im ersten Halbjahr 2002 lag die Zuwachsrate von M3 mit knapp 8% deutlich über dem von der EZB angesteuerten Referenzwert von 4,5%.

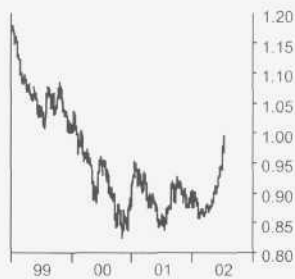
Daher beschränkte sich die EZB trotz der rezessiven Tendenzen bis August 2001 auf zwei Zinssenkungen – im Mai und August – um jeweils 0,25%. Nach den Terroranschlägen des 11. September arbeitete die EZB eng mit der Fed zusammen, um einen Kollaps auf den Finanzmärkten zu verhindern. Durch Feinsteuerope-rationen erhöhte die EZB die Liquidität im Euroraum, und durch eine Devisen-swapvereinbarung mit der Fed deckte sie den Bedarf der Banken im Eurogebiet an US-Dollar. Zudem senkte sie – in Abstimmung mit der Fed – ihre Zinsen am 17. September um 0,5 Prozentpunkte und im November nochmals um denselben Pro-zentsatz. Ihr Leitzins lag damit bei 3,25% und blieb auf diesem Stand bis zum Abschluss dieses Berichts.

#### *Euro-Wechselkurs im Verlauf von 2002 deutlich gefestigt.*

Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar bewegte sich 2001 und An-fang 2002 meist innerhalb eines engen Kursbands von 0,85 bis 0,95 US-Dollar pro Euro, d.h. auf einem weiterhin niedrigen Niveau.

Im weiteren Verlauf zog der Eurokurs jedoch deutlich an und lag zur Jahresmitte 2002 erstmals seit Anfang 2000 wieder nahe an der Parität zum US-Dollar. Die Schwierigkeiten einzelner Staaten des Euroraums, ihren Verpflichtungen aus dem

*Wechselkurs US-Dollar / Euro*



Stabilitätspakt nachzukommen, hatten keine nachhaltigen Auswirkungen auf den Euro-Wechselkurs. Wie in den vorausgegangenen Jahren trugen vielmehr die jeweiligen Konjunk-turaussichten im Euroraum bzw. in den USA, die den Direkt- und Portfolioinvestitionen zugrunde lagen, die Hauptverantwortung für die Entwicklung des Euro-Wechselkurses. So stärkte sich der Euro zur Jahreswende 2000/2001 beträchtlich, als der Schwächeanfall der US-Konjunktur deutlich wurde. Nachdem sich

jedoch herausstellte, dass das Eurogebiet gegen die rezessiven Einflüsse aus den USA keineswegs resistent war, vielmehr die entschlossene Geld- und Finanzpolitik in den USA – massive Zins- und hohe Steuersenkungen – Hoffnungen auf eine baldige Konjunkturwende weckte, schwächte sich der Euro wieder ab. Die Anschläge vom 11. September hatten keinen nachhaltigen Einfluss auf die Devisenmärkte, dies u.a. deswegen, weil Notenbank und Administration in den USA mit erneuten massiven Maßnahmen zur Konjunkturstützung reagierten. Die im Frühjahr 2002 einsetzende weltweite Dollarschwäche, auch gegenüber dem Euro, hatte ihren Grund in der nunmehr skeptischeren Einschätzung der mittelfristigen Konjunktur-

aussichten in den USA verbunden mit der Frage nach der nachhaltigen Finanzierbarkeit des hohen US-Leistungsbilanzdefizits in Höhe von knapp 420 Mrd. US-Dollar (2001)<sup>6</sup> sowie den Unregelmäßigkeiten in der Bilanzierung einer Reihe großer US-Unternehmen.

Als internationale Währung spielt der Euro weiterhin eine im Vergleich zum US-Dollar untergeordnete Rolle. In seiner Funktion als Reservewährung der Zentralbanken liegt der Euro mit einem Anteil von 12,7% (Ende 2000) deutlich hinter dem US-Dollar (68,2%). Bei der internationalen Verwendung durch Private – als Finanzierungs-, Anlage- und Fakturierungswährung – hat sich der Euro weitaus besser etabliert. Sein Anteil an den internationalen Anleiheemissionen lag zwischen Anfang 1999 und Juni 2001 z.B. bei 31% gegenüber 36% für den US-Dollar und 18% für den Yen.<sup>7</sup> Zudem operieren derzeit mehr als 50 Länder mit einem Wechselkursystem mit einem externen Anker, das den Euro zumindest beteiligt.<sup>8</sup>

EU-Kommissar Solbes schlug im April vor, dass die EU ihre bisher acht Sitze und Stimmen im Direktorium („executive board“) des Internationalen Währungsfonds (IWF) bündeln solle. Gemeinsam verfügen die acht europäischen Exekutivdirektoren derzeit über einen Stimmenanteil von 36% gegenüber 18% für die USA. Wenn die EU beim IWF mit einer Stimme spricht, würde dies die Durchsetzung europäischer Interessen erleichtern, da die EU dann wie die USA über die Sperrminorität von 15% der Stimmen verfügen würde. Die kleineren EU-Staaten, die wie Belgien oder die Niederlande die Interessen anderer Länder vertreten, sperren sich jedoch gegen die Bündelung der Sitze<sup>9</sup>. Widerstand dürfte vor allem auch von den USA kommen.

### *Vollständige Implementierung des Finanzbinnenmarkts*

Die EU wird den vollen Nutzen des Euro nur dann realisieren können, wenn noch bestehende Hindernisse auf dem Weg zu einem vollkommenen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen beseitigt werden. Der Europäische Rat von Stockholm 2001 bestätigte das Ziel der vollständigen Umsetzung des von der Kommission 1999 vorgelegten Aktionsplans für Finanzdienstleistungen bis 2005. Der einheitliche Wertpapiermarkt soll bereits bis Ende 2003 Realität werden. Im April 2002 waren bereits 26 der 43 Maßnahmen des Aktionsplans angenommen worden oder standen kurz vor der Billigung. Die politisch kontroversen Themen wie die Pensionsfonds- und die Übernahmerrichtlinie sind aber noch zu verabschieden<sup>10</sup>. Die zwischen den EU-Institutionen heftig umstrittenen Vorschläge der Lamfalussy-Kommission, die das Gesetzgebungsverfahren für die Schaffung eines effizienteren Wertpapiermarkts erleichtern und beschleunigen sollen, wurden im März 2002 angenommen. Vorgesehen ist ein zweistufiges Verfahren mit Rahmengesetzen und ins Einzelne gehenden Ausführungsvorschriften.

Ein anderes wichtiges währungspolitisches Thema war die Überwachung der Finanzmärkte in der EU. In einigen Ländern, z.B. in Deutschland, wurde eine einheitliche Aufsichtsbehörde für Banken, Versicherungen und Wertpapiermärkte eingeführt. Die EZB scheiterte mit ihrer Forderung nach einer Stärkung der Rolle der

nationalen Zentralbanken. Die Deutsche Bundesbank bleibt zwar an der deutschen Bankenaufsicht beteiligt, eine Ausweitung ihrer bisherigen Rolle wurde ihr jedoch verweigert. Auf europäischer Ebene lief die Diskussion ähnlich. Im April 2002 legten der britische Finanzminister Brown und sein deutscher Kollege Eichel einen Vorschlag zum Aufbau einer europäischen Infrastruktur der Finanzmarktaufsicht vor. Danach soll diese zwar national verankert bleiben, aber auf europäischer Ebene verstärkt koordiniert werden. Die Führungsrolle soll beim Ecofin-Rat, d.h. bei den Wirtschafts- und Finanzministern, liegen. Die EZB hatte sich demgegenüber dafür ausgesprochen, die Koordinierung beim Ausschuss für Bankenaufsicht des Eurosystems, d.h. bei den Zentralbanken, anzusiedeln.

#### *Erweiterung des Euro-Gebiets – Altmitglieder und Beitrittskandidaten*

Nach der Einführung des Eurobargelds gewann die Frage des Eurobeitritts insbesondere in Dänemark und Schweden an Dynamik. Bei Meinungsumfragen Anfang 2002 ergab sich erstmals ein deutliches Übergewicht für die Befürworter des Euro. Es ist denkbar, dass beide skandinavischen Länder im Jahr 2003 Volksabstimmungen über die Teilnahme an der WWU abhalten. Die Lage in Großbritannien ist weniger klar. Finanzminister Brown beharrt auf der Prüfung der von ihm definierten fünf ökonomischen Fragen zu Großbritanniens Beitrittsfähigkeit und der Vorteilhaftigkeit eines Beitritts. Weite Teile der Regierung und von New Labour befürworten eine rasche Entscheidung für den Euro. Indes versuchen die zahlreichen Euro-Gegner, die Öffentlichkeit zu mobilisieren. Eine Niederlage in einem Referendum, das im zweiten Halbjahr 2003 denkbar wäre, möchte Premierminister Blair naturgemäß nicht riskieren. Blair selbst gilt als Befürworter, hat eine öffentliche Festlegung bisher aber vermieden.

Wesentlich klarer ist die Lage bei den mittel- und osteuropäischen Ländern sowie Malta und Zypern, die kurz vor dem EU-Beitritt stehen. Anders als Großbritannien und Dänemark hat keines dieser Länder um eine Ausnahme, die ein Fernbleiben von der WWU erlauben würde, gebeten. Im Gegenteil, die meisten Länder wollten so früh wie möglich beitreten. So wurde über eine einseitige „Euroisierung“ schon vor dem EU-Beitritt nachgedacht (Estland). Die EU (Rat, Kommission, EZB) machte jedoch sehr deutlich, dass auch die Beitrittsländer den vom Maastricht-Vertrag vorgeschriebenen Weg beschreiten müssten, d.h. Erfüllung der Konvergenzkriterien einschließlich der zweijährigen Mitgliedschaft im Wechselkursystem mit dem Euro (WKM II) ohne einseitige Abwertung. Da ein Beitritt zum WKM II erst mit der EU-Mitgliedschaft erfolgen kann, können die Kandidatenländer frühestens zwei bis drei Jahre nach dem für 2004, spätestens 2005, erwarteten Beitritt zur EU den Euro übernehmen. Dies gilt auch für die Länder der ersten Beitrittsgruppe, die sich wie Estland und Litauen durch ein „Currency board“ eng an den Euro gebunden haben oder wie Ungarn bereits ein dem WKM II vergleichbares Wechselkurssystem verfolgen. Die notwendige Erfüllung der Konvergenzkriterien ist schwierig, scheint aus heutiger Sicht aber allen Ländern der ersten Beitrittsgruppe schon bald möglich. Allerdings droht zum Teil ein Konflikt mit dem

Ziel eines möglichst raschen Wirtschaftswachstums. Auf keinen Fall sollten jedoch notwendige Strukturreformen, wie zum Beispiel die vollständige Preisliberalisierung, aufgeschoben werden, um das Kriterium Preisstabilität zu erfüllen.

Im Hinblick auf die absehbare deutliche Erhöhung der Zahl der Teilnehmerstaaten des Euroraums bedarf das gegenwärtige Entscheidungsverfahren im EZB-Rat, der zentralen Entscheidungsinstanz des Eurosystems, einer Änderung. Die EZB, die das Vorschlagsrecht hat, deutete ihre Präferenz für ein „Rotationsmodell“ an. Danach sollen weiterhin alle nationalen Zentralbankchefs sowie die Mitglieder des EZB-Direktoriums – in einer EWU-27 also insgesamt 33 Personen – an Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen können, jedoch nur ein Teil der Sitzungsteilnehmer, die nach einem Rotationsverfahren auszuwählen sind, stimmberechtigt sein. Nach der Vertragslage scheint dies der einzig mögliche Schritt zu sein, um die Interessen – Direktorium, große und kleine Mitgliedstaaten – sachgerecht auszugleichen. Die Effizienz und der vertrauliche Charakter der Beratungen dürften bei einem derart großen Gremium jedoch gefährdet sein.

### Anmerkungen

1. Vgl. zur Konjunktorentwicklung, zur wirtschaftspolitischen Koordination in der EU sowie zur Auseinandersetzung über den Stabilitätspakt den Beitrag „Wirtschaftspolitik“ in diesem Jahrbuch.
2. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2001, Frankfurt a.M. 2002, S. 15.
3. Statistisches Bundesamt: Sechs Monate Euro - eine Zwischenbilanz der amtlichen Preisstatistik, Wiesbaden, 2002.
4. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28. Mai 2002.
5. Deutsche Bank Research: Volkswirtschaftliche Risiken beim Finale der Euro-Einführung 2001/2002; EWU-Monitor Nr. 90, Frankfurt a.M. 2001.
6. Bank für internationalen Zahlungsausgleich: 72. Jahresbericht, Basel 2002, S. 93.
7. Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2001, S. 118.
8. European Commission: The euro area in the world economy – developments in the first three years, COM (2002), 332 final, Brüssel.
9. Handelsblatt, 10. April 2002.
10. Deutsche Bank Research: Die EU auf steinigem Weg zum Finanzbinnenmarkt, Aktuelle Themen, Nr. 231, Frankfurt a.M. 2002.