ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)"

Article

Der Euro ist da - und ...

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:
Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)" (1999) : Der Euro ist da - und ..., Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 25, Iss. 1, pp. 1-

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/332540

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Editorial

Der Euro ist da – und . . .

... das sollte Grund genug sein, das Ereignis mit einem Aufruf zu einer breiteren Diskussion zu würdigen.

Eine kurze reverse Chronologie des Weges zum Euro

Wäre der Euro eine politische Partei, müßte man wohl von einem "Erdrutschsieg" sprechen, wenn man die Zustimmungsraten zum Euro in Österreich nach dessen "virtueller" Einführung mit den Werten von vor etwa einem Jahr vergleicht. Nicht nur, daß er die Zweidrittelmehrheit überspringen konnte, fast jeder zweite Österreicher will nicht mehr bis 2002 darauf warten, ihn bei sich zu tragen.

Auch in Schweden und in Dänemark, die als "*Pre-Ins*", wie es im "Eurosprech" so schön heißt, (noch) nicht an der dritten Stufen teilnehmen, scheint die Idee der Währungsunion nach deren Einführung besser zu gefallen als noch vorher – auch dort sind die Zustimmungsraten stark gestiegen.

Freilich, die große Bewährung in einer europäischen Krise hat er – glücklicherweise – noch nicht bestehen müssen. Die Hürden und Bewährungsproben, die er in seiner jungen Geschichte aber schon hinter sich gebracht hat, sind aber dennoch beachtlich. Die wohl bisher am meisten beachtete davon war zweifelsfrei der Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion zur Jahreswende, also die de facto Umstellung auf den Euro. Seit diesem Zeitpunkt sind ja die nationalen Währungen nur mehr Untereinheiten des Euro. An den ersten Handelstagen im "Euro-Zeitalter" richtete sich das Interesse der Wirtschaftsberichterstattung fast ausschließlich auf die Reaktion der Märkte und die technische Umstellung in den betroffenen Unternehmen. Daß das Interesse wieder so schnell geschwunden ist, stellt eigentlich ein sehr gutes Zeugnis für die Einführung der gemeinsamen Währung dar.

Schon etwas weniger in der Öffentlichkeit beachtet war die eigentlich vergleichsweise größere Bewährungsprobe in den letzten acht Monaten des Jahres 1998, genauer nach dem ersten Maiwochenende, an dem die bilateralen Wechselkurse vorangekündigt worden waren. In diesem Zeitraum hatten die Märkte eigentlich ausreichend Zeit und Gelegenheit, zu versuchen, am Kippen der Währungsunion zu verdienen. Man darf nicht vergessen, daß in diese Zeit der faktische Zusammenbruch der russischen Währung und des russischen Finanzsystems gefallen

sind. Man hätte erwarten können, daß die Währungen der EU-Mitgliedsländer mit stärkerer Außenhandelsverflechtung zu Rußland spekulativen Attacken ausgesetzt sein würden. Daß dies nicht geschah, kann heißen, daß erstens die Märkte ausreichend Vertrauen in die europäische Wirtschaftspolitik und die wirtschaftspolitischen Arrangements haben, daß sie zweitens der Theorie optimaler Währungsräume – zumindest in ihrer ursprünglichen, engen Auslegung, die Institutionen und dynamische Elemente nicht berücksichtigt – keine große Bedeutung beimessen, drittens das Kriterium der Staatsverschuldung letztlich nicht zu den bestimmendsten Größen zählt und viertens die Geschichte der nationalen Geldpolitiken dann nicht mehr wichtig ist, wenn sie in einem neuen Regime der Geldpolitik aufgehen.

Je näher der "E-Day" rückte, desto geringer wurden auch die Zinsdifferentiale zwischen den Euro-Ländern, und es hat sich gezeigt, daß Liquidität eine weitaus bestimmendere Größe für die Zinsspanne darstellt als etwa die Bonität gemessen an der Staatsverschuldung oder der Inflationsgeschichte – die Wahrscheinlichkeit des "Konkurses" eines EU-Staates dürfte von den Märkten daher als eher gering eingeschätzt werden. Positiv muß auch vermerkt werden, daß entgegen vieler Vorhersagen und Befürchtungen die Zinsen der Euro-Länder hin zu den Ländern mit niedrigerem Zinsniveau (und stabileren Währungen) konvergierte, und nicht zur Mitte hin.

Noch Mitte der neunziger Jahre schien der „E-Day" nicht nur datumsmäßig weit entfernt. Das europäische Währungssystem wurde teils durch nicht aufrechtzuerhaltende reale Währungsdisparitäten (auch zum USD, dessen historischer Tiefstand im April 1995 unter 10 ATS lag, oder mit der jetzt gültigen Konversionsrate zum Euro bei 0,7 EUR bzw. mit dem damaligen ECU-Kurs bei etwa 0,75 ECU), teils durch Prinzipientreue (um nicht zu sagen Sturheit) von Notenbankern und Wirtschaftspolitikern, teils durch eine Schieflage im makroökonomischen Politik-Mix und teils durch sich selbst verstärkende Spekulationen so stark unter Druck gebracht, daß einzelne Währungen aus dem Währungsverbund genommen werden mußten und die Schwankungsbreite des Wechselkursmechanismus erhöht werden mußte. Und das just kurz nach Unterfertigung des Maastrichter Vertrages – ob damit nicht nur ein rein zeitlicher Zusammenhang gegeben war, sei dahingestellt. Jedenfalls wurde damit eine lange andauernde stabile Phase des EWS beendet, die auch mit hohen Wachstumsraten einhergegangen war. Die zum Teil berechtigte Kritik am Maastrichter Vertrag und am Stabilitätspakt ist bis heute nicht verstummt, was der Weiterentwicklung der europäischen Wirtschaftspolitik und ihrer Institutionen sicherlich nicht abträglich sein kann (zur politischen Ökonomie von

Maastricht und Stabilitätspakt siehe das Editorial im Heft 2/23 (1997) 157-169).

Der Phase mit nominell stabilen Wechselkursen (ca. 1988 bis 1992) ging im EWS mit seinem Wechselkursmechanismus eine Phase voran, in welcher in regelmäßigen Ritualen die Wechselkurse angepaßt wurden. Gegründet wurde das EWS auf Initiative Frankreichs und Deutschlands im Jahr 1979, also nicht allzu lange nach dem Scheitern des Werner-Plans.

Bereits im ersten Jahr seiner Implementierung (1972) mußte der Werner-Plan erhebliche Rückschläge einstecken. Großbritannien und Irland mußten aus der "Währungsschlange" genommen werden, Italien folgte diesem Schritt 1973. Das endgültige Ausscheren Frankreichs im Jahr 1976 veranlaßte die Kommission vom "Stillstand der Währungsunion" zu sprechen. Die Faktoren, die zum Scheitern des Werner-Plans führten, waren von der Außenwirtschaftsseite her der Zerfall des Bretton-Woods Systems, der dramatische Dollarverfall und die Ölkrise. Aus dem System selbst war es vor allem die Unvereinbarkeit der gleichzeitigen Verwirklichung von erstens fixen Wechselkursen, zweitens freiem Kapitalverkehr und drittens autonomer Geldpolitik. Die Intentionen, die hinter dem Werner Plan standen, sind nicht ganz zufällig jenen nicht unähnlich, die auch heute als Motive zur Errichtung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zu finden sind: "... Wachstum und Stabilität zu sichern ... und aus der Gemeinschaft einen Stabilitätsblock zu machen." Unter der Wirtschaftsunion war "eine Zone" zu verstehen, "... in der sich Güter-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehr frei und ohne Wettbewerbsverzerrungen vollzieht, ohne daß dadurch neue strukturelle oder regionale Ungleichgewichte verursacht werden." Die Währungsunion sollte, um diesen Prozeß zu ergänzen und zu vertiefen, im "Inneren die vollständige und irreversible Konvertibilität der Währungen, die Beseitigung der Bandbreiten, die unwiderrufliche Festsetzung der Paritätsverhältnisse und die völlige Liberalisierung des Kapitalverkehrs" erreichen. "... (F)ür die Einführung einer einheitlichen Währung, welche die Unwiderruflichkeit dieses Prozesses demonstrieren würde", sprächen vor allem "psychologische und politische Gründe".

Ziel- und Institutionendiskussion

Nachdem der Integrationsprozeß einige Hürden und Unterbrechungen hinter sich gebracht hatte, erfolgte also am 1.1.1999 ein bedeutender Integrationsschritt, durch den die Frage nach dem "Ob" der Währungsunion ebenso beantwortet ist wie viele Fragen des Weges und einige Fragen der institutionellen Ausgestaltung. Es bleiben aber noch immer genügend Fragen offen, wel-

che die europäische Wirtschaftspolitik zu beantworten und gleichzeitig ständig neu zu stellen hat. Im folgenden sollen nur einige wenige dieser Fragen aufgegriffen werden.

Stabilität

Unter dem Eindruck der Erfahrungen der siebziger (und zum Teil der achtziger) Jahre mag es Sinn machen, sich bei der Definition von Stabilität auf Preisstabilität zu konzentrieren. Waren es doch nicht zuletzt die hohen Inflationsraten und vor allem –differentiale aus dieser Zeit, die den Werner-Plan zum Scheitern brachten und auch später noch zu Spannungen im EWS führten. Am Ende der neunziger Jahre stellt sich die Frage nach Stabilität aber neu: gestiegener Wettbewerbsdruck innerhalb der Union durch die Umsetzung des Binnenmarkts und von außerhalb der Union durch ein neues Welthandelsregime, liberalisierte Kapitalmärkte und die Ostöffnung sowie das Wegfallen nationaler Geldpolitik innerhalb der WWU sind nur einige der Faktoren, die das Verhalten der Wirtschaftssubjekte so nachhaltig beeinflußt haben, daß Inflationsrisiken und Risiken nicht aufrechterhaltbarer Inflationsdifferentiale sicherlich nicht mehr zu den Bedrohungen der europäischen Wirtschaftspolitik zählen. Betrachtet man etwa – bei aller hierbei zu Gebote stehenden Vorsicht – die Produzenten- und Großhandelspreise, das Zurückbleiben der Lohnentwicklung hinter der Produktivitätsentwicklung und die Importpreisentwicklung, muß die Bedrohung der Stabilität wohl an einem anderen Orte als bei der Inflation gesucht werden.

Abgesehen davon, daß die Anpassungskosten in der Volkswirtschaft steigen und zur Wachstumsbremse werden können, wenn die Inflationsrate sich zu nahe dem Nullwert nähert, bewegt sich die Inflationsrate in den europäischen Ländern auf rekordverdächtig niedrigem Niveau und in einem Abstand von Null, der unabhängig von der "Boskin"-Diskussion unterhalb der statistischen Meßgenauigkeit liegen dürfte.

Stabilität wurde einmal und sollte wieder im Sinne einer gesamtwirtschaftlichen Stabilität verstanden werden.

Geldpolitische Strategien

Die letzten Monate vor der Einführung des Euro waren vor allem von der Diskussion über die Wahl der geldpolitischen Strategien und Ziele geprägt, und dabei ging es wiederum vorwiegend um die Rolle der Geldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik. Hinter dieser vermeintlich rein "technischen" Diskussion verbirgt sich aber mehr – die Durchsetzung des Paradigmas unabhängiger Zentralbanken ist eng mit dem Paradima des Geldmengenziels verbunden.

Die wesentliche Voraussetzung für das Geldmengenziel ist die Gültigkeit der sogenannten Quantitätsgleichung MV=PY. Das heißt, bei gegebener Geldumlaufgeschwindigkeit V und gegebenem Output einer Volkswirtschaft Y (die monetaristische Theorie besagt, daß kein Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Wirtschaftswachstum besteht), bestimmt die Geldmenge das Preisniveau.

Abseits der grundsätzlichen Diskussion über die Gültigkeit der Quantitätsgleichung, oder besser gesagt die Richtung der Wirkungszusammenhänge, sollte man sich die Frage stellen, warum man am Geldmengenziel festhalten soll, auch wenn die Wirkungszusammenhänge nicht so sein müssen, wie uns dies die monetaristische Geldtheorie glauben machen will. Diese Antwort wird leichter, wenn man danach fragt, wem die Übung dienen soll.

Vor allem zwei "Spieler" profitieren massiv vom Glauben an die Quantitätsgleichung: die Notenbanken und der Finanzsektor.

Zunächst zum Finanzsektor: Wenn das Geldmengenwachstum mehr Ziel- als Instrumentencharakter hat, muß notwendigerweise der Zins – und mit ihm die Zinskurve – zum Instrument werden. Damit werden aber der Zins und die Zinskurve zu volatileren Größen. Zwar wird ein Übermaß an Volatilität von den Finanzinstitutionen auch nicht geschätzt, aber mit einer gewissen Schwankung der Zinsen kann der Finanzsektor auf jeden Fall besser als der reale Sektor leben. Ein einfaches Beispiel: Für Unternehmen, die langfristige Investitionen planen, ist das Risiko volatiler Zinsen nicht gerade das, was die Investitionsneigung erhöht. Um das Risiko zu begrenzen, ist es also nötig, sich über Derivative abzusichern, was der Finanzsektor natürlich gerne anbietet. Doch auch ohne den "Umweg" über Realinvestitionen ist es für ein Wertpapierhaus sicherlich einträglicher, aufgrund einer sich ändernden Zinslandschaft, die Portfolios der Kunden umzuschichten, also Umsatz zu machen. Zudem erfolgt in den Kommerzbanken die Zinsanpassung meist zeitlich gesehen asymmetrisch – sprich auf der Aktivseite der Kreditinstitute werden im Falle einer Zinserhöhung (-senkung) die Zinsen schneller (langsamer) angepaßt als auf der Aktivseite der Kunden.

Zu den Notenbanken: Voraussetzung ist zunächst der Glaube an die Quantitätsgleichung – und damit die oben angedeutete Zusammenhanglosigkeit zwischen Wachstum der Geldmenge und des Outputs. Weiters vorausgesetzt, daß die Geldmenge von der Notenbank kontrollierbar ist, kann sich die Notenbank auf die Position eines technokratischen Steuerungsreglers zurückziehen, der über das Geldmengenwachstum die Inflation stabil halten soll. Da Geldpolitik mittelfristig ohne Wirkung (in bezug auf Outputsteigerung) bleibt, ist es am besten, die Noten-

bank so weit wie möglich von den anderen wirtschaftspolitisch Akteuren fernzuhalten, die sich über Geldillusion Vorteile versprechen. Dies bietet ideale Voraussetzungen, die Unabhängigkeit der Geldpolitik außer Streit zu stellen.

Der Monetarismus wurde so zum Vehikel dafür, die Zentralbanken unantastbar zu machen. Die Diskussion um die Unabhängigkeit selbst sollte aber differenzierter geführt werden. An der instrumentellen Unabhängigkeit sollte tatsächlich nicht gerüttelt werden, um die Gefahr politischer Zyklen in der Geldpolitik hintanzuhalten. Aber mit der instrumentellen Unabhängigkeit den Zentralbanken auch die Zielunabhängigkeit zu geben, hieße, die Zentralbank mit einer Macht auszustatten, die sie über die anderen wirtschaftspolitischen Akteure und letztlich über demokratisch legitimierte Institutionen stellt.

Eine stärkere Verpflichtung, sich der öffentlichen Diskussion zu stellen, wie das für das Federal Reserve System vorgesehen ist, steht aber der instrumentellen Unabhängigkeit ebenso wenig im Wege wie ein instutionalisierter Dialog mit anderen wirtschaftspolitischen Akteuren.

Daß das amerikanische Federal Reserve System die Orientierung an der Geldmenge relativ rasch wieder aufgab, hat mehrere Gründe. Zunächst erkannte man in den USA die akademische Weisheit "*money doesn't matter*" schneller als in Europa als eine Weisheit der Vergangenheit an. Zudem erwies sich die Vorstellung, daß die Geldmenge von der Zentralbank tatsächlich kontrollierbar sei, als nicht richtig: zum einen, weil die Geldmenge in einer Volkswirtschaft auch von der Nachfrage nach Liquidität bestimmt wird und die Wirkungsmechanismen der Expansion (Kontraktion) der Geldmenge über den Kreditapparat auch nicht immer gleich verlaufen (Stichwort Kreditrationierung). Das bedeutet aber, daß die Richtung der Wirkungszusammenhänge in der Quantitätsgleichung nicht eindeutig sind und es einer breit fundierten Einschätzung bedarf, in welcher Situation sich die Volkswirtschaft gerade befindet. Voraussetzung dafür sind eine multivariable Zielfunktion, Information und Dialog. Zum anderen ist der Dollar eine Weltreservewährung, und weder die Dollars in den Kellern der Zentralbanken noch die "Matratzendollars" in den Ländern, in denen der Dollar als Parallelwährung verwendet wird, sind von der amerikanischen Notenbank kontrollierbar. Neben dem morsch gewordenen theoretischen Gebäude sorgten also auch praktische Probleme dafür, daß die Anwendung des Geldmengenziels in den USA auf ein relativ kurzes Experiment beschränkt blieb.

In dem Maße, in dem der Euro sich zu einer Reservewährung aufgeschwungen hätte, wäre es also auch für die EZB zunehmend schwerer geworden, "ihre" Geldmenge zu kontrollieren.

Ob der Umstand, daß die EZB nunmehr der Geldmenge zwar ein großes Gewicht bei ihrer Politikformulierung zumißt, aber sie nicht als einzige bestimmende Variable in ihre Gleichung aufnimmt, kann also mit der Einsicht in die praktischen Probleme oder mit dem Abbröckeln der Theorie zu tun haben, und damit, daß sie ihre instrumentelle Unabhängigkeit nicht weiter zu rechtfertigen braucht. Es ist jedenfalls ein erfreulicher erster Schritt in Richtung einer pragmatischeren Geldpolitik (zu der auch die Bundesbank entgegen ihren offiziellen Paradigmen abschnittsweise gefunden hatte).

Der Euro und der Rest der Welt

Interessant ist auch die institutionelle Konstellation bei der Formulierung von Währungspolitik: Im Prinzip bestünde laut Vertrag für den Ministerrat die Möglichkeit, den Euro an eine Drittwährung zu binden und damit der Zentralbank ihre Unabhängigkeit wieder zu nehmen. Die Unmöglichkeit, gleichzeitig ein Wechselkursziel und ein nationales Geldmengenziel zu verfolgen, wurde uns ja in den EWS-Krisen der neunziger Jahre recht deutlich vor Augen geführt. (Damals wurde nationalen Interessen der Vorzug gegenüber europäischen Interessen gegeben.) Die Nervosität, mit der auf solche Ansinnen unter Verweis auf die damit verbundenen Probleme der Durchführbarkeit und unter weitgehender Verschweigung des tatsächlichen Zielkonflikts reagiert wird, ist also nur zu verständlich.

Jedenfalls sollte nicht vergessen werden, daß angesichts der Außenhandelsströme des Eurolandes verglichen mit denen ihrer Mitgliedsstaaten von einem viel höheren Freiheitsgrad für die europäische Geldpolitik auszugehen ist, als dies für die Summe der einzelnen Staaten der Fall war.

Koordination der Wirtschaftspolitik durch Kooperation oder durch einen Oberschiedsrichter?

Man kann sich angesichts der häufigen und sehr handlungsbezogenen Zurufe, welche die EZB an andere wirtschaftspolitische Akteure erteilt, des Eindrucks nicht erwehren, daß die EZB den Umstand, daß sie über eine Unabhängigkeit verfügt, auf die sonst keine wirtschaftspolitische Institution (wenn man Gerichte nicht zu letzteren zählt) bauen kann, dazu ausnutzt, sich zum Oberschiedsrichter aufzuschwingen, der an Budgetpolitik und Tarifpartnern Zensuren verteilt.

Würde ein anderer wirtschaftspolitischer Akteur – etwa die Tarifpartner – der Geldpolitik in ähnlicher Weise Zensuren und Handlungsaufforderungen geben, würde dies sicherlich nicht nur

von der EZB als Einmischung und Bedrohung der Unabhängigkeit angesehen werden.

Ein solches Modell der Wirtschaftspolitik erscheint aber äußerst bedenklich: Ein institutionaliserter Dialog aller wirtschaftspolitischen Akteure wird abgelehnt, und einer der Spieler steht unangreifbar gewissermaßen über den anderen. Dabei zeigt sich sowohl in einfachen spieltheoretischen Modellen als auch an der Performance der Wirtschaftspolitik, daß kooperative Modelle – also Modelle, bei denen der Dialog der wichtigsten Akteure im Vordergrund steht – jenen überlegen sind, die durch Konfliktlösungen gekennzeichnet sind. Je mehr die Akteure voneinander wissen, desto besser werden sie ihr Verhalten an das Verhalten der anderen Mitspieler anpassen können, und unnötige Konfliktkosten werden vermieden. Der europäischen Wirtschaftspolitik wäre also besser gedient, wenn die Koordination der Wirtschaftspolitik nicht durch mediale Zurufe eines „Oberschiedsrichters" erfolgte, sondern über einen konstruktiven Dialog autonomer Partner.

****

Eine geldpolitische Diskussion in Europa macht jedenfalls wieder Sinn. Denn bisher war die Geldpolitik in Europa – und mit ihr die geldpolitische Diskussion – durch das asymmetrische EWS de facto monopolisiert. Die Diskussion über eine Geldpolitik, von der man zwar betroffen war, ging ins Leere, da sich der Adressat außerhalb des "Hoheitsgebiets" der Diskussion befand, wenn sie nicht im Ankerland des EWS stattfand. Dort hatte es aber die Deutsche Bundesbank geschafft, sich selbst außer Diskussion zu stellen. Positiv gesehen hieß das, daß sie über ein unerschütterliches Vertrauen verfügte. Anders formuliert entzog sie sich als vordergründig rein "technokratische" Institution einer Auseinandersetzung über ihre Verantwortung in einer Demokratie und ihrer Verantwortung, die allgemeinen Ziele der Wirtschaftspolitik zu unterstützen. Dadurch war der Adressat der Diskussion unerreichbar und die Diskussion fruchtlos. Vielleicht war dies mit ein Grund, warum makroökonomische und geldpolitische Literatur im besonderen von den USA dominiert wurde und wird. So gesehen kann der Euro auch zu einer Emanzipation der europäischen monetären Volkswirtschaftslehre führen – vorausgesetzt, der Adressat stellt sich der Diskussion.