

Lehment, Harmen; Scheide, Joachim

Working Paper — Digitized Version

Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 259

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Lehment, Harmen; Scheide, Joachim (1995) : Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 259, ISBN 3894561068, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/848>

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.

Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: Noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf

von Harmen Lehment und Joachim Scheide

633105

AUS DEM INHALT

- Für die Teilnahme an der Währungsunion sollten nur Staaten zugelassen werden, die alle Konvergenzkriterien erfüllen. Bislang tun dies nur Deutschland, Irland und Luxemburg. In allen anderen Ländern bedarf es einschneidender Maßnahmen — insbesondere bei der Verringerung der öffentlichen Defizite —, wenn die Kriterien noch rechtzeitig für einen Beitritt zum Termin 1.1.1999 erreicht werden sollen.
- Um die strikte Einhaltung der Konvergenzkriterien überprüfen zu können, müssen diese schon bald in operationaler Form präzisiert werden, und zwar insbesondere die Kriterien für die Haushaltsdisziplin. Hier kommt dem Europäischen Währungsinstitut eine wichtige Rolle zu.
- Die an der Währungsunion teilnehmenden Länder sollten verpflichtet werden, im Falle übermäßiger öffentlicher Defizite eine Stabilisierungsabgabe an die Europäische Zentralbank abzuführen, die zurückerstattet wird, sobald die Richtwerte von 3 vH für die Defizitquote und 60 vH für die Schuldenquote erreicht sind. Eine solche Regelung würde den Anreiz zur Wahrung und Wiederherstellung der finanziellen Solidität in den Mitgliedsländern fördern und die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten Währungsunion stärken.
- Bis zur Einführung der Währungsunion müssen die Notenbanken in allen EU-Ländern unabhängig sein und die geldpolitischen Instrumente harmonisiert werden. Hier ist noch einiges zu tun. Ferner muß entschieden werden, welche geldpolitische Strategie die Europäische Zentralbank (EZB) verfolgen soll. Viel spricht für eine Geldmengenpolitik, wie sie die Deutsche Bundesbank seit rund 20 Jahren verfolgt. Das Ziel der Preisniveaustabilität in der Währungsunion ist so zu präzisieren, daß die EZB eine Inflationsrate von 0-2 vH anstrebt. Damit würde das Stabilitätsversprechen untermauert.
- Über die Höhe der bilateralen Wechselkurse in der Währungsunion sollte bereits dann entschieden werden, wenn die Teilnehmer bestimmt werden. Ansonsten besteht die Gefahr spekulativer Attacken vor Beginn der dritten Stufe. Die Wechselkurse zwischen den Mitgliedswährungen sollten so festgelegt werden, daß sie den — seit mindestens zwei Jahren unveränderten — Leitkursen im EWS entsprechen. Dieses Vorgehen sollte bereits frühzeitig angekündigt werden. Auf diese Weise würde ein nahtloser Übergang vom EWS zur Währungsunion sichergestellt und den Finanzmärkten eine klare Orientierung gegeben.

Inhaltsverzeichnis

I. Auswahl der Teilnehmerstaaten für die Währungsunion: Entscheidung gegen Ende 1997	3
1. Konjunkturelles Umfeld und Datenlage Ende 1997	3
2. Wer wird die Kriterien erfüllen?	4
a. Wechselkurskriterium: Vorentscheidung noch 1995	4
b. Inflation und Zinsen: Stabilitätsverständnis im Härte-test	5
c. Haushaltsdefizit und Verschuldung: Noch großer Handlungsbedarf	5
3. Werden die Kriterien streng angewendet?	6
II. Nach der Auswahl der Teilnehmer an der dritten Stufe: Anhaltende Ungewißheit über die EWU-Wechselkurse?	7
1. Probleme eines Offenlassens der Wechselkursrelationen	7
2. Klarheit über die Wechselkurse schon bei Auswahl der Teilnehmer	9
III. Die Geldpolitik im Vorfeld der Währungsunion: Unabhängigkeit, Harmonisierung und strategische Ausrichtung	10
1. Unabhängigkeit der Notenbanken noch nicht vollständig gegeben	10
2. Harmonisierung des geldpolitischen Instrumentariums	11
3. Welche Strategie soll die Europäische Zentralbank verfolgen?	11
a. Preisniveaustabilität als Ziel	11
b. Geldmengensteuerung, Zinssteuerung oder Preisniveausteuerung?	12
IV. Von der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse zur Einheitswährung	13
1. Der Umtauschkurs für die Einheitswährung	13
2. Strategien für den Übergang	14
V. Verstärkung der Sanktionsmechanismen gegenüber übermäßigen öffentlichen Defiziten	15
VI. Implikationen für Zinsen und Wechselkurse	17
1. Zinsentwicklung	17
2. Wechselkursentwicklung	18
VII. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen	20
Anhang	21
Zur operationalen Präzisierung der Kriterien für die Einhaltung der Haushaltsdisziplin	21
1. Defizitkriterium	21
2. Schuldenkriterium	21
Literaturverzeichnis	26

I. Auswahl der Teilnehmerstaaten für die Währungsunion: Entscheidung gegen Ende 1997

Mit der Unterzeichnung des Vertrages von Maastricht begann die erste Stufe der Europäischen Währungsunion (EWU). 1994 trat die zweite Stufe in Kraft: die Kapitalmärkte wurden völlig liberalisiert, und das Europäische Währungsinstitut (EWI) nahm seine Arbeit auf. Derzeit laufen die Vorbereitungen für die dritte Stufe der Währungsunion, mit deren Beginn die Wechselkurse zwischen den beteiligten Währungen unwiderruflich fixiert und Maßnahmen für die rasche Einführung einer gemeinsamen Währung getroffen werden. Ursprünglich war der Beginn der dritten Stufe schon für 1997 anvisiert worden. Inzwischen sieht es jedoch so aus, daß die Voraussetzungen für einen solch frühen Start — mehr als die Hälfte der EU-Staaten müssen bis Ende 1996 die zugrundegelegten Konvergenzkriterien hinreichend erfüllen — nicht gegeben sind.

Der frühestmögliche Termin für den Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion ist aus heutiger Sicht der 1. Januar 1999. Zu diesem Zeitpunkt tritt die Währungsunion nach dem Vertrag von Maastricht auch dann in Kraft, wenn nur eine kleine Anzahl von Mitgliedsländern für die Teilnahme qualifiziert ist. Bei einem Start zum Jahresbeginn 1999 müßte spätestens gegen Ende des Jahres 1997 über die Zusammensetzung des Teilnehmerkreises entschieden werden. So bliebe eine Übergangszeit von einem Jahr, die nach allgemeiner Auffassung nötig ist, um die organisatorischen und administrativen Voraussetzungen für die Währungsunion zu schaffen.

Die Vorbereitung der Entscheidung erfordert auch, daß schon vorab festgelegt wird, wie die Maastricht-Kriterien ausgelegt werden. Da sie nicht in jeder Hinsicht eindeutig sind, muß der Interpretationsspielraum definiert werden, wenn nicht die Verhandlungen im Jahr 1997 durch politisches Taktieren belastet werden sollen. Gelegenheit zur Präzisierung gibt es hierbei genug, insbesondere im Zusammenhang mit den Konvergenz-Berichten, die vom Europäischen Währungsinstitut regelmäßig erstellt werden. Gene-

rell gilt es also, erstens größere Überraschungen hinsichtlich der Auslegung der Kriterien zu vermeiden und zweitens einen weitgehend reibungslosen Übergang zur dritten Stufe zu schaffen. Hierfür ist besonders bedeutsam, in welcher wirtschaftlichen Situation sich die EU-Länder im Jahr 1997 befinden.

1. Konjunkturelles Umfeld und Datenlage Ende 1997

Eine Bestandsaufnahme hinsichtlich der Kriterien als auch der Schritt in die Währungsunion selbst würde erschwert, wenn es in der Europäischen Union gleichzeitig eine gravierende konjunkturelle Fehlentwicklung gäbe. So würde beispielsweise eine kräftige Beschleunigung der Inflation, die sich im späteren Verlauf eines Konjunkturaufschwungs ergeben kann, vermutlich dazu führen, daß der Start der EWU hinausgeschoben wird. Denn erstens wäre es den Marktteilnehmern schwer zu vermitteln, daß die Union als Stabilitätsgemeinschaft fungieren soll; und zweitens wäre die Europäische Zentralbank gehalten, praktisch mit dem Beginn der Währungsunion die Inflation zu bekämpfen. Dies kann mit hohen Kosten verbunden sein, da die Europäische Zentralbank sich — natürlicherweise — noch keine Reputation erworben hat. Abgesehen davon steigt in einer solchen Phase das Risiko von Währungsspekulationen; sie wurden in der Vergangenheit häufig — beispielsweise im Herbst 1992 — dadurch ausgelöst, daß die am Europäischen Währungssystem (EWS) beteiligten Länder unterschiedliche Auffassungen über die Höhe der zu akzeptierenden Inflationsrate hatten oder sich nicht über die Politik der Inflationsbekämpfung einig waren.

Umgekehrt würde die Entscheidung der Regierungen und Notenbanken beeinträchtigt, wenn sich zum Zeitpunkt der Überprüfung eine Rezession abzeichnete. Wegen der damit verbundenen Mehrausgaben und Mindereinnahmen wären die Defizite in den öffentlichen Haushalten größer

als in der konjunkturellen Normalsituation, ebenso würde die Verschuldungsquote zunehmen. Damit wäre die Hürde, die durch die Kriterien des Vertrags von Maastricht gegeben ist, für einige potentielle EWU-Teilnehmer höher. Vermutlich wären die Länder der EU nicht bereit, in einer gesamtwirtschaftlichen Krisensituation das Risiko einer Währungsunion einzugehen. Auch im Fall einer Rezession könnte es also zu einer Verschiebung des Beginns der Währungsunion kommen, da man den Start nicht aus einer „Ungleichgewichtssituation“ wagen würde.

Jedoch zeichnet sich aus heutiger Sicht keine der beschriebenen Fehlentwicklungen ab. Das Jahr 1997 dürfte das vierte Jahr der konjunkturellen Aufwärtsbewegung in Westeuropa sein. Aufgrund der insgesamt nur moderaten Impulse seitens der Wirtschaftspolitik wird der Aufschwung nicht besonders kräftig ausfallen; vermutlich wird er mit einer Arbeitslosigkeit verbunden sein, die hartnäckig in der Nähe des derzeit erreichten Niveaus von durchschnittlich etwa 11 vH verharrt. Andererseits gibt es keine Anzeichen dafür, daß der Aufschwung zu Ende geht oder daß eine Rezession eintreten wird. Wegen der im großen und ganzen stabilitätsorientierten Politik der europäischen Notenbanken dürfte die Inflation, die in den vergangenen Jahren auf durchschnittlich etwa 3 vH zurückgegangen ist, sich in den westeuropäischen Ländern nicht nennenswert beschleunigen. Die Erfahrung zeigt, daß damit auch das Risiko einer Rezession gering ist. Denn in der Vergangenheit war es immer ein markanter Anstieg des Preisauftriebs, der die Notenbanken zu einem Bremskurs veranlaßte. Auf diese Weise wurden die Rezessionen Mitte der siebziger, Anfang der achtziger und Anfang der neunziger Jahre jeweils ausgelöst oder zumindest verschärft.

Rezessive Wirkungen sind auch seitens der Finanzpolitik nicht zu erwarten. Zwar werden die Regierungen wie schon in den vergangenen Jahren bemüht sein, die staatlichen Defizite abzubauen — auch im Hinblick auf die Erfüllung der Maastricht-Kriterien. Empirisch zeigt sich jedoch, daß fiskalpolitische Maßnahmen einen vergleichsweise geringen Effekt auf die Konjunkturentwicklung haben (Scheide 1989).

Bei diesen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird sich die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in der Europäischen Union fortsetzen (Lapp et al. 1995); das zusammengefaßte reale Bruttoinlandsprodukt dürfte 1996 und auch 1997 etwa mit einer Rate zunehmen, die der Wachstumsrate des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials entspricht.

2. Wer wird die Kriterien erfüllen?

a. Wechselkurskriterium: Vorentscheidung noch 1995

Ein Land kann — bei strikter Anwendung der Kriterien — nur dann Mitglied der Währungsunion werden, wenn es am Wechselkursmechanismus des EWS teilnimmt und wenn dabei die normalen Bandbreiten innerhalb der letzten zwei Jahre ohne größere Spannungen eingehalten werden. Derzeit erfüllen fünf Länder (Finnland, Griechenland, Italien, Schweden und das Vereinigte Königreich) diese Bedingung nicht. Erfolgt die Überprüfung wie angenommen gegen Ende des Jahres 1997, müßten die Länder, die zur EWU gehören wollen, noch im Verlauf dieses Jahres dem Wechselkursverbund beitreten. Die italienische Regierung — Italien trat infolge der Währungsturbulenzen im Herbst 1992 aus dem EWS aus — erwägt einen solchen Schritt, um sich die Chance der Mitgliedschaft zu erhalten. Bei den übrigen vier EU-Ländern ist dies im Prinzip ebenfalls möglich, aber nicht in allen Fällen wahrscheinlich. So wird das Pfund Sterling wohl außerhalb des Mechanismus bleiben, da die britische Regierung derzeit ohnehin nicht anstrebt, der Währungsunion beizutreten.

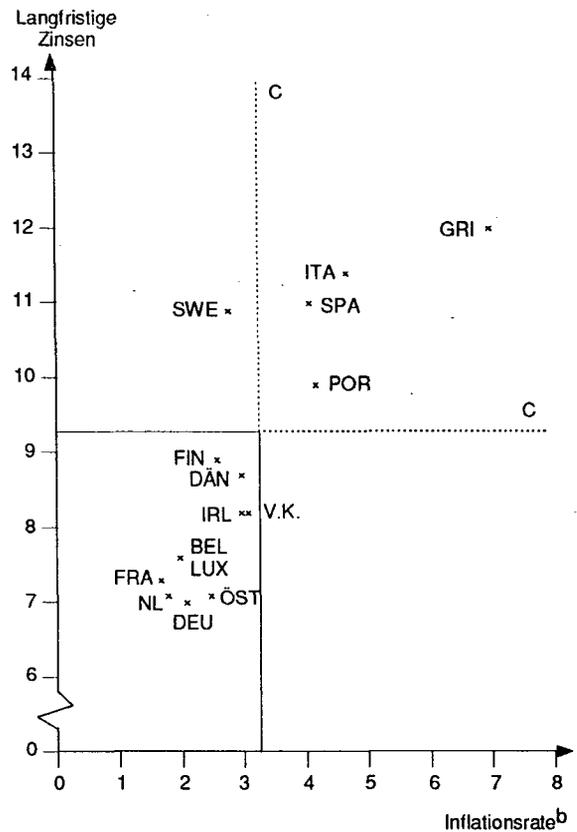
Insofern wird das Jahr 1995 hinsichtlich des Wechselkurskriteriums schon eine Vorentscheidung bringen. Es entspricht dem Geist einer Währungsunion, daß die Bedingung der Wechselkursstabilität die „conditio sine qua non“ ist. Das Kriterium ist ohnehin bereits sehr großzügig definiert. Wenn es einem Land nicht gelingt, die — wohl als „normal“ anzusehenden — Bandbreiten von derzeit ± 15 vH einzuhalten, ist es unwahrscheinlich, daß feste Wechselkurse etabliert werden können, ohne daß es beim Start der

Währungsunion gravierende Anpassungsprobleme gibt.

b. Inflation und Zinsen: Stabilitätsverständnis im Härtestest

Die Länder der Europäischen Union haben in den letzten Jahren, wie die meisten anderen Industrieländer auch, erhebliche Fortschritte bei der Verringerung der Inflationsraten gemacht. Betrug der durchschnittliche Anstieg der Verbraucherpreise zur Mitte der siebziger Jahre noch 13 vH und ein Jahrzehnt später etwa 7 vH, ist er im Jahr 1995 auf rund 3 vH zurückgegangen, dem niedrigsten Stand seit Beginn der sechziger Jahre. Auch die Divergenzen zwischen den Raten haben erheblich abgenommen. In den siebziger Jahren wies noch etwa die Hälfte der EU-Mitgliedsländer zweistellige Inflationsraten auf, derzeit trifft dies für kein Land mehr zu. Gleichwohl bleiben die Preissteigerungsraten in einer Reihe von Ländern unverträglich hoch, legt man das Stabilitätskriterium des Vertrags von Maastricht zugrunde. Auch wenn man — wie in den meisten Prognosen unterstellt — annimmt, daß sich die Inflation in den weniger stabilitätsbewußten Ländern voraussichtlich zurückbildet, werden im Jahr 1996 vier Länder (Italien, Spanien, Portugal, Griechenland) eine Rate aufweisen, die höher ist als mit dem Kriterium vereinbar (Schaubild 1). Bei den langfristigen Zinsen dürfte neben diesen vier Staaten auch Schweden das Kriterium 1996 nicht erfüllen. Ob es den genannten Ländern gelingen kann, die Preissteigerungsrate und die Zinsen bis Ende 1997 in dem erforderlichen Maße zu drücken, ist sehr fraglich, zumal schon die unterstellte Verringerung der Inflationsraten von 1995 auf 1996 angesichts der Währungsabwertungen im bisherigen Jahresverlauf 1995 eine eher optimistische Schätzung darstellt. Ein Erreichen des Inflationkriteriums wäre wohl nur bei einer raschen Wende hin zu einer äußerst restriktiven Geldpolitik zu erreichen — ein Kurswechsel, der aus heutiger Sicht unwahrscheinlich ist, würde er doch die Konjunktur dämpfen und dazu führen, daß diese Länder sich bei den Kriterien, die die finanzpolitischen Kennziffern betreffen, weiter von den jeweiligen Zielwerten entfernen.

Schaubild 1 — Inflation und Zinsen in den Ländern der EU 1996^a



^aPrognose. — ^bDeflator des privaten Verbrauchs. — ^cReferenzwert: 3,3 vH (Inflationsrate) bzw. 9,3 vH (langfristige Zinsen).

Quelle: OECD (1995).

c. Haushaltsdefizit und Verschuldung: Noch großer Handlungsbedarf

In den Ländern der Europäischen Union bestehen hinsichtlich der Kriterien die größten Probleme darin, die finanzpolitischen Vorgaben einzuhalten (Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung von maximal 3 vH bzw. 60 vH des BIP). Zwar hat sich die Situation gegenüber dem Jahr 1993 deutlich verbessert, da sich zum einen die konjunkturelle Lage nach Überwindung der Rezession weitgehend normalisiert hat und da zum anderen Anstrengungen unternommen wurden, die strukturellen Defizite zurückzuführen. Dennoch dürften im Jahr 1996 neun Länder den Defizitrichtwert und 11 Länder den Verschuldungsrichtwert überschreiten; nur Deutschland, das

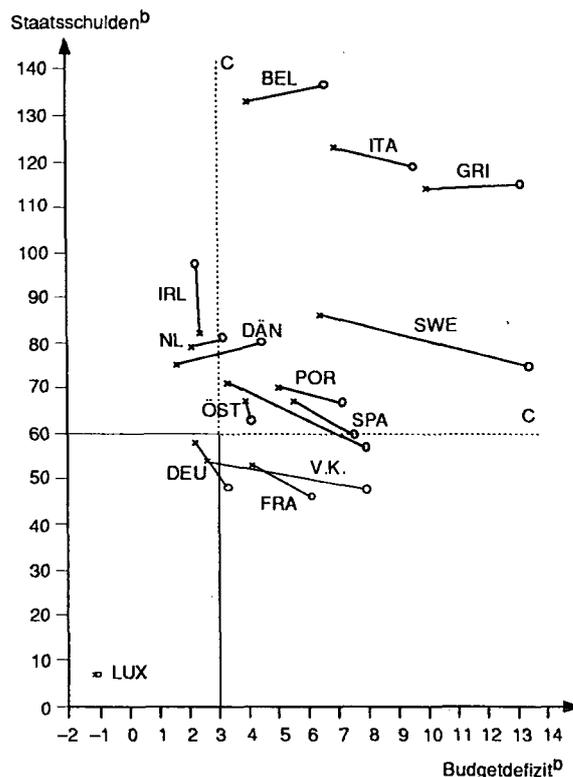
Vereinigtes Königreich und Luxemburg halten beide Höchstgrenzen ein (Schaubild 2). Dabei sind die Zielabweichungen teilweise erheblich; so weisen drei Länder eine Verschuldungsquote von mehr als 100 vH auf.

Der Prozeß der zunehmenden Staatsverschuldung hat vielfach eine Dynamik erreicht, die sich nur unter größten Anstrengungen brechen läßt. So haben die Regierungen in Italien sich in letzter Zeit erheblich darum bemüht, das Staatsdefizit zu verringern, und dabei auch zunehmend zu unpopulären Maßnahmen gegriffen. Ausdruck der Bemühungen ist die Tatsache, daß das italienische Budget seit etwa fünf Jahren einen Überschuß im Primärhaushalt aufweist, d.h., die auf die bestehende Verschuldung zu leistenden Zinszahlungen sind größer als das Haushaltsdefizit. Diese Tendenz hat sogar zugenommen, im Jahr 1995 beträgt der Überschuß in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt mehr als 3 vH. Die zunehmende Kürzung bei laufenden Ausgaben bzw. die Erhöhung von Steuern und Abgaben hat aber lediglich ausgereicht, einen weiteren Anstieg der Verschuldungsquote zu verhindern. Selbst wenn es der italienischen Regierung gelänge, die Defizitquote über das geplante Maß hinaus sofort auf 3 vH zu begrenzen — also zumindest in dieser Hinsicht dem Maastricht-Kriterium zu entsprechen —, würde die Verschuldungsquote nur langsam abnehmen und bis zum Ende des Jahrzehnts noch mehr als 100 vH betragen. Ähnlich sind die Verhältnisse in Belgien und in Griechenland, wo es trotz merklicher Verringerung der Neuverschuldung kaum zu mehr als einer Stabilisierung der Schuldenquote gekommen ist. Stark rückläufig ist die Schuldenquote bislang nur in Irland. Diese Entwicklung hat dazu geführt, daß Irland von der EU-Kommission als ein Land betrachtet wird, das sich hinreichend schnell an die finanzpolitischen Referenzwerte annähert, sich von daher also für die Währungsunion qualifiziert.

Sollen die Haushaltskriterien von mehr Ländern als bisher erfüllt werden, so müssen die Defizitquoten und Schuldenquoten 1997 kräftig zurückgeführt werden. Ob dies gelingt, ist jedoch zweifelhaft: zwar streben viele Mitgliedsländer einen solchen Rückgang an, jedoch dürfte es bei der Umsetzung der erforderlichen Maßnahmen

erhebliche Widerstände geben. Vielleicht hoffen einige Regierungen auch auf eine Lockerung der Geldpolitik und einen daraus resultierenden kräftigen Konjunkturaufschwung 1997. Aber eine solche Geldpolitik ist weder wahrscheinlich noch angebracht, würde sie doch dazu führen, daß sich die Inflationsraten im Vorfeld der Währungsunion erneut beschleunigen und die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten europäischen Währungspolitik untergraben wird.

Schaubild 2 — Budgetdefizite und Staatsverschuldung in den EU-Ländern 1993–1996^a



^aTatsächliche Werte für 1993 (o) und Prognose für 1996 (x). — ^bIn vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — ^cReferenzwert: 3 vH (Defizitquote) bzw. 60 vH (Verschuldungsquote).

Quelle: OECD (1995).

3. Werden die Kriterien streng angewendet?

Wird gegen Ende 1997 eine Bestandsaufnahme hinsichtlich der Konvergenz durchgeführt, könnte das Ergebnis ähnlich ausfallen wie derzeit:

Nur Deutschland, Irland und Luxemburg erfüllen alle Kriterien. Ein Start der Währungsunion mit diesen drei Staaten erscheint aber weder ökonomisch noch politisch zweckmäßig. In diesem Fall sollte der Start der dritten Stufe verschoben werden, auch wenn dies im Vertrag von Maastricht nicht vorgesehen ist, es also eines neuen gemeinschaftlichen Beschlusses bedürfte. Würde man versuchen, den Starttermin 1999 zu retten, indem man von einer strikten Anwendung der Kriterien abrückt und den Ermessensspielraum ausnutzt, den der Vertrag von Maastricht läßt, so wäre dies eine erhebliche Hypothek für das Vertrauen in eine stabilitätsorientierte Währungspolitik. Zudem ist zu erwarten, daß ein diskretionärer politischer Entscheidungsprozeß über die Zulassung zur dritten Stufe sehr schwierig wird und zu Kontroversen führt. Würde man beispielsweise Belgien auch im Falle eines Verstoßes gegen das Kriterium der Haushaltssolidität zur Währungsunion zulassen, wäre es schwer, eine Reihe von anderen Ländern zurückzuweisen. Insbesondere das Gründungsmitglied Italien, vermutlich aber auch Spanien, könnte eine ebenso großzügige Auslegung der Kriterien zu seinen Gunsten verlangen. Zu bedenken ist hierbei, daß die Zustimmung zur Währungsunion — und damit auch über ihre Zusammensetzung — eine qualifizierte Mehrheit im Europäischen Rat verlangt.¹ Schon eine kleine Anzahl von Ländern könnte Entscheidungen blockieren, sofern nicht auch ihren eigenen Interessen Rücksicht getragen wird. Daher ist es wichtig, daß über die Auslegung der Konvergenzkriterien vorab eine Übereinstimmung gefunden wird (vgl. dazu auch die Ausführungen

im Anhang). Hierbei kommt dem Europäischen Währungsinstitut eine wichtige Rolle zu.

Wichtig dafür, ob die Währungsunion schon 1999 startet, wird die Entwicklung in Frankreich sein. Frankreich erfüllt zur Zeit alle Kriterien mit Ausnahme des Defizitkriteriums. Gelingt es der französischen Regierung, die Defizitquote bis 1997 auf 3 vH zurückzuführen — wie es ihre Absicht ist² —, so wäre der Start der Währungsunion per 1. Januar 1999 mit den beiden großen Staaten Deutschland und Frankreich möglich. In der politischen Diskussion wird allerdings darauf hingewiesen, daß eine „deutsch-französische Währungsunion“ nicht ausreichend wäre: es müßten auch kleinere Staaten hinzukommen. Jedoch ist noch keineswegs sicher, welche kleineren Staaten schon Anfang 1999 dabeisein können und wollen. Luxemburg und Irland dürften sich zwar qualifizieren, stehen aber vor schweren Problemen, wenn Belgien bzw. Großbritannien nicht an der dritten Stufe teilnehmen: für Luxemburg würde dies die Auflösung der Währungsunion mit Belgien bedeuten, für Irland das Ende der Anlehnung an das Pfund Sterling und der damit verbundenen Währungsstabilität gegenüber seinem bei weitem wichtigsten Handelspartner. Bei strenger Beachtung der Kriterien erscheint selbst die Teilnahme der — vielfach favorisierten — Niederlande und Österreichs nicht als gesichert. In den Niederlanden muß die Schuldenquote noch deutlich zurückgeführt werden, und in Österreich, das 1996 sowohl ein zu hohes Haushaltsdefizit als auch eine steigende Verschuldungsquote verzeichnen dürfte, sind 1997 sogar drastische Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich, wenn die Kriterien rechtzeitig erfüllt werden sollen.

II. Nach der Auswahl der Teilnehmer an der dritten Stufe: Anhaltende Ungewißheit über die EWU-Wechselkurse?

1. Probleme eines Offenlassens der Wechselkursrelationen

Gemäß dem Vertrag von Maastricht (Artikel 109) werden zunächst die Teilnehmerstaaten für

die Währungsunion bestimmt: die Staats- und Regierungschefs befinden darüber, welche Währungen eine unwiderrufliche Bindung zueinander eingehen. Zu welchen Wechselkursen diese Bindung erfolgt, bleibt jedoch offen. Eine Entschei-

dung hierüber ist erst für den Beginn der dritten Stufe der Währungsunion vorgesehen.

Ein solches Vorgehen wirft erhebliche Probleme auf. Bei einem zeitlichen Abstand von rund 12 Monaten zwischen der Auswahl der Teilnehmer und dem Beginn der dritten Stufe gäbe es ein Jahr der Ungewißheit über die endgültigen Wechselkurse. Mehr noch: auch über den Kurs der Geldpolitik in den für die EWU ausgewählten Ländern könnte neue Unsicherheit aufkommen. Denn mit der Zulassung zur EWU werden die Rahmenbedingungen für die Geldpolitik erheblich verändert.

Derzeit stellen die Stabilitätskriterien für die Teilnahme an der Währungsunion ein wichtiges disziplinierendes Element dar. Ist ein Land für die Währungsunion zugelassen, entfällt dieses Disziplinierungselement. Das betreffende Land könnte dann möglicherweise versuchen, durch eine Lockerung der Geldpolitik eine Abwertung seiner Währung herbeizuführen, um seine preisliche Wettbewerbsposition bei Einführung der Währungsunion zu verbessern (De Grauwe 1994: 164 f.).

Selbst wenn man der Ansicht ist, daß kein für die Währungsunion ausgewähltes Land eine solche bewußte Abwertungsstrategie verfolgen dürfte, kann nicht ausgeschlossen werden, daß die Akteure auf den Finanzmärkten anderer Meinung sind und zu spekulativen Attacken auf die betreffende Währung ansetzen. Die Ereignisse der Jahre 1992 und 1993 sind eine Warnung.

Die Notenbanken der für die Endstufe bestimmten Staaten könnten in einem solchen Fall zwar versuchen, die Wechselkurse durch Interventionen innerhalb der Bandbreite des EWS zu halten. Jedoch sind solche Versuche wenig glaubwürdig und wenig effizient, solange die Notenbanken nicht wissen, welche Wechselkurse die Regierungen zu Beginn der dritten Stufe vereinbaren werden. Auch die Bestimmung im Vertrag von Maastricht, nach der die unwiderruflichen Wechselkurse einstimmig festgelegt werden müssen, bietet keinen ausreichenden Schutz gegen spekulative Attacken. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Marktakteure den Eindruck haben, das Einstimmigkeitsgebot könne darauf hinauslaufen, daß die Regierungen den Marktkurs am Tag vor dem Übergang zur dritten Stufe als

Maßstab nehmen. In diesem Fall könnte es im Vorfeld der Währungsunion zu „sich-selbst-erfüllenden“ Wechselkursattacken kommen. Denn Spekulanten, die auf eine „letzte Abwertung“ einer Währung vor Eintritt in die Währungsunion setzen und diese Währung verkaufen, drücken auf diese Weise deren Marktwert. Wenn der so gedrückte Kurs dann als Referenzniveau für die Währungsunion festgelegt wird, würden die Erwartungen der Spekulanten bestätigt.

Um dies zu verhindern, ist von seiten des Bundesverbandes deutscher Banken vorgeschlagen worden, die Umtauschkurse auf der Grundlage eines rückwirkenden mittelfristigen Durchschnitts zu bestimmen, in den beispielsweise alle Kurse in den letzten sechs Monaten vor dem 31. Dezember 1998 eingehen; dieser Modus sollte bereits im vorab bekanntgegeben werden (vgl. *Handelsblatt* vom 1./2. September 1995). Ein solches Vorgehen würde jedoch das Problem etwaiger spekulativer Attacken nicht ausschließen, sondern diese nur zeitlich verlagern, und zwar auf die Phase vor Beginn der Durchschnittskursermittlung. Denn bei einem vorher bekannten Gewichtungsschema der vorgeschlagenen Art wirkt der Anfangskurs als Gravitationszentrum für die gesamte weitere Kursentwicklung. Dies läßt sich am einfachsten dadurch zeigen, daß man unterstellt, daß die Durchschnittskurse nur auf der Basis von zwei Stichtagen — dem 1. Juli und dem 31. Dezember — erhoben werden. Würde der Kurs am 31. Dezember höher sein als am 1. Juli, so läge der Durchschnittskurs am Jahresende unter dem Marktkurs. Das hieße, daß jemand, der diese Währung hält, einen Kursverlust erleiden würde, wenn die Währungen am 1. Januar zu ihrem Durchschnittskurs unwiderruflich fixiert werden. Da Marktteilnehmer bestrebt sind, derartige Kursverluste zu vermeiden, werden sie dafür sorgen, daß der Kurs am Jahresende dem Durchschnitt entspricht, was nur dann der Fall ist, wenn der Kurs am 31. Dezember so hoch ist wie am 1. Juli. Dieses Bild ändert sich nicht, wenn man weitere Stichtage für die Durchschnittsbildung heranzieht, also beispielsweise den 30. Dezember: der Kurs am 30. Dezember ist so hoch wie am 31. Dezember (ansonsten käme es zu Kursverlusten) und damit so hoch wie am 1.

Juli. Gleiches gilt für den 29. Dezember und alle davorliegenden Tage. Der Kurs am 1. Juli würde somit das Niveau am Jahresende bestimmen. Eine spekulative Attacke, die dafür sorgt, daß der Kurs am 1. Juli besonders hoch oder niedrig ist, hätte also einen dauerhaften Effekt auf die Höhe der Umtauschkurse in der Währungsunion.

2. Klarheit über die Wechselkurse schon bei Auswahl der Teilnehmer

Unter diesen Aspekten erscheint es sinnvoll, die Wechselkurse für die Währungsunion bereits zusammen mit der Auswahl der teilnehmenden Länder festzulegen; die im Vertrag von Maastricht vorgesehene Entscheidung zu Beginn der dritten Stufe hätte dann nur noch konstatierenden Charakter. Wechselkurssturbulenzen in der Phase bis zum Inkrafttreten der Währungsunion könnten auf diese Weise wirksam unterbunden werden. Denn eine solche Entscheidung würde am Markt einen entsprechenden Terminkurs für die Zeit nach dem Beginn der dritten Stufe etablieren. Etwaigen Spekulationen gegen diesen Terminkurs könnten die Notenbanken unbegrenzt Paroli bieten. Denn da die nationalen Währungen nach Eintritt in die dritte Stufe nur noch Teil einer gemeinsamen Währung sind, wird das Europäische System der Zentralbanken zu dem entsprechenden Termin unbegrenzt eine Mitgliedswährung in eine andere umtauschen können. Jede Spekulation gegen die Notenbanken wäre von vornherein zum Scheitern verurteilt.³

Ein Strategie für die Übergangsphase könnte im einzelnen wie folgt aussehen:

- Zum Zeitpunkt der Entscheidung über die Staaten, die in die dritte Stufe der EWU eintreten, befinden die Regierungen über die Höhe der Wechselkurse in der Währungsunion. Dadurch wird von vornherein Klarheit darüber geschaffen, ob die beteiligten Länder einheitliche Wechselkursvorstellungen haben. Es wäre für die Währungsunion fatal, wenn sich zu Beginn der dritten Stufe herausstellen sollte, daß die erforderliche Einmütigkeit über

die Wechselkurse nicht oder nur unter großen Konflikten erreichbar ist.

- Die so bestimmten Wechselkurse werden zugleich als Leitkurse des EWS festgeschrieben. Dadurch ergibt sich ein reibungsloses Ineinandergreifen von EWS und EWU: die Notenbanken wissen dann, daß Maßnahmen zur Stabilisierung der Wechselkurse im EWS konsistent sind mit den Wechselkurszielen für die EWU, und können etwaigen spekulativen Attacken wirksam begegnen.
- Für diejenigen Staaten, die zur Teilnahme an der dritten Stufe ausgewählt worden sind, wird die Wechselkursbandbreite im EWS auf eine sehr enge Spanne (beispielsweise plus/minus 0,25 vH) vermindert, und es wird zudem festgelegt, daß ein Land, dessen Währung an den unteren Interventionspunkt stößt, seine Geldmarktzinsen mindestens auf das Niveau des jeweiligen Partnerlandes anheben muß. Diese Regelung stellt sicher, daß die Zusage auf die Teilnahme an der dritten Stufe nicht zu einer einseitigen geldpolitischen Lockerung führt: würde ein Land versuchen, die Zinsen im Alleingang zu senken, so würde der Wechselkurs rasch an den Interventionspunkt stoßen und eine Zinsanhebung erforderlich machen. Spekulationen, die auf der Erwartung einer einseitigen Lockerungspolitik in der Vorphase der Währungsunion beruhen, wird auf diese Weise die Grundlage entzogen.⁴

Die hier dargestellte Strategie würde dazu führen, daß die Devisenkurse derjenigen Währungen, die für die dritte Stufe des EWU ausgewählt wurden, untereinander auf dem Niveau der EWS-Leitkurse notieren — oder sehr nahe daran. Auf diese Weise könnte also bereits für die Übergangsphase ein System nahezu fester Wechselkurse und einer engen zinspolitischen Kooperation institutionalisiert werden.⁵

Zu klären bleibt noch, auf welchem Niveau die Wechselkurse unwiderruflich fixiert werden sollen. Das Verfahren müßte zum einen so gestaltet werden, daß es politische Willkürentscheidungen ausschließt. Es sollte zum anderen aber auch keinen Ansatzpunkt für spekulative Attacken bieten, was — wie oben gezeigt — der Fall wäre, wenn man den Marktkurs am Vortag

der Entscheidung (oder den Durchschnitt der Marktkurse in den vorangegangenen Monaten) als verbindlichen Richtwert für die Wechselkurse in der Währungsunion heranziehen würde.

Ein Verfahren, welches beide Ansprüche erfüllt, besteht darin, daß man die Wechselkursrelationen jeweils auf dem Niveau der — seit mindestens zwei Jahren unveränderten — Leitkurse im EWS festlegt und dies schon vorher bekanntgibt. In diesem Fall besteht kein Spielraum für eine willkürliche Fixierung der Wechselkurse: eine Teilnahme von Ländern an der dritten Stufe kommt nur auf der Basis der schon lange vorher bekannten EWS-Leitkurse in Frage. Damit würde zugleich der Gefahr eines Aufweichens des Wechselkurskriteriums begegnet, die sich aus der Verbreiterung des Wechselkursbandes auf ± 15 Prozent ergeben hat. Diese Verbreiterung war insoweit sinnvoll, als ein enger Kursband schwer zu verteidigen ist, solange nicht feststeht, ob und zu welchen Konditionen eine Währung an der dritten Stufe teilnimmt. Die Unsicherheit über die Teilnahme eines Landes wird bis zur endgültigen Auswahlentscheidung fortbestehen. Daher ist es auch nicht angebracht, schon vorher zu einem engen Band zurückzukehren. Die Unsicherheit darüber, zu welchen Konditionen eine Teilnahme erfolgt, läßt sich jedoch durch die Festlegung auf den jeweiligen EWS-Leitkurs ausschließen. Dabei erhöht eine

solche Ankündigung zugleich die Wahrscheinlichkeit, daß eine Währung in den Bereich der engen Bandbreite zurückkehrt und damit das ursprüngliche Wechselkurskriterium erfüllt. Denn wenn die Marktakteure wissen, daß ein Eintritt in die dritte Stufe auf der Basis des bestehenden EWS-Leitkurses erfolgt, dann dürfte sich der Marktkurs mit zunehmender Teilnahmewahrscheinlichkeit dem Leitkurs annähern: die EWS-Leitkurse werden zum Gravitationszentrum der Wechselkursentwicklung. Die Staats- und Regierungschefs der EU-Staaten können somit einen wichtigen Beitrag zur Wechselkursstabilisierung leisten, indem sie sich schon bald auf ein solches Verfahren verständigen.

Zeigt sich im Vorfeld der Entscheidung über die Zulassung zur dritten Stufe, daß eine unwiderrufliche Wechselkursfixierung auf dem Niveau der bestehenden Leitkurse zu erheblichen wirtschaftlichen Problemen führen würde, so können die Kurse durch eine Neubewertung im EWS angepaßt werden: das Wechselkurskriterium wäre dann frühestens zwei Jahre nach diesem Zeitpunkt erfüllt, erst dann könnte eine Zulassung zur dritten Stufe erfolgen. Auf diese Weise würde gewährleistet, daß nur Länder der Währungsunion beitreten, bei denen der als angemessen erachtete Wechselkurs über längere Zeit stabil ist.

III. Die Geldpolitik im Vorfeld der Währungsunion: Unabhängigkeit, Harmonisierung und strategische Ausrichtung

1. Unabhängigkeit der Notenbanken noch nicht vollständig gegeben

Der Vertrag von Maastricht (Artikel 107) schreibt die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank vor.⁶ In der zweiten Stufe auf dem Weg zur Währungsunion soll deshalb auch erreicht werden, daß die Notenbanken aller Mitgliedsländer den Status der Unabhängigkeit erreichen. Hierbei ist bedeutsam, daß die Notenbanken ihre Politik autonom betreiben können

und es ihnen untersagt ist, staatliche Ausgaben zu finanzieren.

Während nur wenige Zentralbanken den Status im Jahr 1992 zumindest annähernd erfüllten, sind seitdem eine Reihe von Ländern hinzugekommen. Zu ihnen gehören Belgien, Frankreich, die Niederlande und Spanien (EWI 1995). In anderen Ländern (Griechenland, Irland, Luxemburg, Portugal, Finnland und Schweden) sind Änderungen geplant oder befinden sich bereits im Entscheidungsprozeß. Es ist daher damit zu rechnen, daß in nächster Zeit alle Notenbanken

— mit Ausnahme Großbritanniens — den Status der Unabhängigkeit erreichen.

2. Harmonisierung des geldpolitischen Instrumentariums

Der reibungslose Übergang zu einer funktionierenden Geldpolitik in der dritten Stufe erfordert, daß vorab die geldpolitischen Instrumente der nationalen Zentralbanken harmonisiert werden. Die Durchsetzung dieses Teils des Maastrichter Vertrags gehört zu den Aufgaben des Europäischen Währungsinstituts. Nach wie vor bestehen zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede in der Bedeutung der Instrumente. Besonders groß sind sie im Bereich der Mindestreserven. Diese dienen in den meisten Ländern geldpolitischen Zwecken, haben aber ein unterschiedliches Gewicht (EWI 1995: 126f.). Auch die Verzinsung der Mindestreserven wird nicht einheitlich gehandhabt. Während sie in den meisten Ländern unverzinst bleiben, wird in Irland und in den Niederlanden eine Verzinsung nah am Marktsatz geboten. In der Währungsunion sollen die Mindestreserven nach Auffassung der Zentralbanken als geldpolitisches Instrument erhalten bleiben. Dies erfordert aber einheitliche Mindestreservesätze in allen Mitgliedsländern und eine marktgerechte, einheitliche Verzinsung (Lehment und Scheide 1992: 58).

Zentral für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank werden die Offenmarktgeschäfte sein (Tietmeyer 1994: 17). Dies trifft derzeit auch für die meisten nationalen Zentralbanken zu. Im Vordergrund stehen dabei Pensionsgeschäfte in inländischen Wertpapieren. Unterschiede gibt es in erster Linie hinsichtlich der Fristigkeit der Papiere und in den Bemühungen, die Schwankungen der Marktzinssätze zu begrenzen (Lamfalussy 1995: 8).

Das Bemühen um Harmonisierung wird möglicherweise dadurch erschwert, daß sie im Rahmen einer umfassenden Debatte über die geldpolitische Strategie erfolgt. So widersetzen sich Länder nötigen Änderungen möglicherweise auch deshalb, weil sie darauf hoffen, auf anderen Gebieten Zugeständnisse zu erhalten. Ferner spielt wohl eine Rolle, daß Zentralbanken mit

der Anpassung ihres Instrumentariums an das anderer Notenbanken eine Minderung ihres Status verbinden. Für die Bereitschaft zu Änderungen ist ferner die Überlegung bedeutsam, ob ein Land damit rechnet, von Beginn an zur Währungsunion zu gehören. All dies spricht dafür, daß die erforderliche Harmonisierung nur langsam vorankommt.

3. Welche Strategie soll die Europäische Zentralbank verfolgen?

Die Europäische Zentralbank ist dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet. Offen ist aber noch, wie dieses Ziel präzisiert wird und mit welcher geldpolitischen Strategie es erreicht werden soll. Dies sind Fragen, denen sich das Europäische Währungsinstitut widmet; sie müssen vor der Entscheidung über die Währungsunion geklärt werden.

a. Preisniveaustabilität als Ziel

Der Europäischen Zentralbank wird es anfangs an einer Reputation fehlen, wie sie sich etwa die Deutsche Bundesbank erworben hat. Noch ist die Skepsis gegenüber der Ernsthaftigkeit des Stabilitätsversprechens innerhalb der EU beträchtlich. Um dem zu begegnen, sollte sich die Europäische Zentralbank das Ziel setzen, die Inflationsrate in der Union in einem Bereich von 0 bis 2 vH zu halten. Dies wäre, wie es der Praxis einer Reihe von Notenbanken entspricht, vorher anzukündigen. Die Wahl eines Korridors anstelle eines Punktziels reflektiert die übliche Prognoseunsicherheit und trägt außerdem der Tatsache Rechnung, daß häufig Preisniveauschocks — bedingt beispielsweise durch Veränderungen auf der Angebotsseite (z.B. Rohstoffpreise) — auftreten, deren Wirkungen durch die Geldpolitik zumindest nicht kurzfristig neutralisiert werden können. Ein Zielkorridor von 0–2 vH entspräche dem Vorgehen der Deutschen Bundesbank und würde den Anspruch untermauern, daß die europäische Einheitswährung mindestens so stabil sein soll wie die D-Mark.

Die Ankündigung eines Zielkorridors garantiert allerdings noch nicht, daß dieser auch eingehalten wird. Auch die Deutsche Bundesbank hat ihr Inflationsziel in der Vergangenheit zu meist überschritten. Es gibt zahlreiche Vorschläge, solchen Abweichungen entgegenzuwirken. So könnte man eine Notenbank an eine strenge Regel (z.B. Geldmengenregel) binden oder Sanktionsmechanismen — insbesondere personeller Art — vorsehen, wenn das Ziel verfehlt wird. Es ist aber nicht realistisch zu erwarten, daß es dazu kommt: Erstens sieht der Vertrag von Maastricht solche Maßnahmen nicht vor, und zweitens gibt es nur vereinzelt Zentralbanken, für die so strenge Maßstäbe gelten (z.B. Neuseeland). Selbst die Deutsche Bundesbank lehnt eine Regelbindung ab. Insofern kommt es vor allem auf den Stabilitätswillen derjenigen an, die in der Europäischen Zentralbank entscheiden, und auf ihre Festigkeit gegenüber Einflüssen von politischer Seite.

In den Industrieländern hat es in den vergangenen 30 Jahren erhebliche Änderungen in den Stabilitätsbemühungen gegeben. Erst nach der Phase hoher Inflationsraten in den siebziger Jahren und zu Beginn der achtziger Jahre hat sich das Ziel, die Inflation niedrig zu halten, mehr und mehr durchgesetzt. Der wesentliche Grund dafür ist, daß die Notenbanken und Regierungen erkannt haben, daß Experimente mit der Inflation schädlich für das Wirtschaftswachstum sind. Diese Einstellung wird man auch bei der Europäischen Zentralbank vermuten können. Gleichwohl ist die Skepsis groß, der Ehrgeiz bezüglich der Stabilität könnte nicht ausreichen. Einer inflationsträchtigen Politik wird aber aus zwei Richtungen entgegengewirkt: Zum einen reagieren die internationalen Finanzmärkte sehr schnell und drastisch, wenn sie eine unsolide Geldpolitik vermuten. Zum anderen ist es schwer vorstellbar, daß bei den niedrigen Inflationsraten, die für die wichtigsten Konkurrenzwährungen herrschen (Vereinigte Staaten derzeit 3 vH, Japan derzeit 0 vH), in der Europäischen Währungsunion eine nennenswert höhere Inflation akzeptiert würde.

b. Geldmengensteuerung, Zinssteuerung oder Preisniveausteuerung?

Die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank hängt außer von der Zielvorgabe selbst auch davon ab, daß sie ihre geldpolitischen Aktionen so ausrichten kann, daß sie das Ziel tatsächlich erreicht. Derzeit verfolgen die Notenbanken in den Industrieländern unterschiedliche Strategien. Nachdem lange Zeit die Geldmengensteuerung dominiert hatte, haben viele Notenbanken davon Abstand genommen, Geldmengenziele vorzugeben.

Zu den praktizierten Alternativen gehört die Zinssteuerung („interest rate targeting“). Die US-Notenbank versucht, durch die Beeinflussung des Geldmarktes über die Federal Funds Rate, ihr — nicht genau präzisiertes — Inflationsziel zu erreichen. Dabei orientiert sie sich an einer Vielzahl von Indikatoren, die Hinweis darüber geben können, wie sich die Inflationsrate entwickelt (z.B. realwirtschaftliche Entwicklung, langfristige Zinsen, Rohstoffpreise, Dollarkurs). Die Hinwendung zur Zinssteuerung resultierte daraus, daß für die amerikanische Wirtschaft der Zusammenhang zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau erheblich gestört schien. Gleichwohl bestehen bezüglich der Zinssteuerung erhebliche Probleme. Erstens gibt es keinen stabilen Zusammenhang zwischen dem Niveau der kurzfristigen Zinsen und dem Preisanstieg. Zwar ist eine Anhebung der Geldmarktzinsen häufig gleichbedeutend mit einem Anziehen der geldpolitischen Zügel, sie dämpft daher auf mittlere Sicht den Preisanstieg. Auf längere Sicht gibt es aber eine positive Korrelation zwischen Zinsen und Inflation. Dieser „Vorzeichenwechsel“ erschwert eine Orientierung an den Zinsen. Das zweite Problem, das mit dem ersten verbunden ist, besteht in der Frage der Dosierung: Wie stark und für wie lange soll der kurzfristige Zins angehoben werden, wenn die Inflationsrate das Ziel überschreitet?

Vor ganz ähnlichen Problemen steht die britische Geldpolitik. Hier versucht die Notenbank, das Preisniveau zu steuern („inflation targeting“). Verläßt die Inflationsrate das Zielband (derzeit beträgt es ein bis vier vH) oder besteht die Gefahr, daß dies geschieht, ändert die Zentralbank den Leitzins. Auch hier erfolgt letztlich

also eine Beeinflussung des Endziels (Preisniveau) durch die Manipulation des Zinsinstruments, und es gelten dieselben Einwände wie gegen die Politik der US-Notenbank.

Demgegenüber hat die von der Deutschen Bundesbank betriebene Orientierung an der Geldmenge („monetary targeting“)⁷ den Vorteil, daß sowohl die Wirkungsrichtung eindeutig ist als auch die Dosierung recht zuverlässig abgeschätzt werden kann: Der empirische Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflation ist positiv, und eine Inflationsrate, die dauerhaft höher ist als angekündigt, erfordert eine dauerhafte Verminderung der Geldmengenexpansion.⁸ Voraussetzung dafür, daß dieser Zusammenhang gilt und für die Geldpolitik praktisch genutzt werden kann, ist die Stabilität der Geldnachfrage. Zahlreiche empirische Untersuchungen zeigen, daß diese Bedingung für Deutschland in der Vergangenheit erfüllt war.⁹ Studien für einen europäischen Währungsraum zeigen zudem, daß die Stabilität der Geldnachfrage im Währungsraum insgesamt größer ist als

in den einzelnen Mitgliedsländern (Kremers und Lane 1990; Falk und Funke 1995). Auch der P-Stern Ansatz zur Erklärung der Inflation, der diese Stabilität impliziert und in zahlreichen empirischen Untersuchungen für einzelne Länder bislang zu guten Ergebnissen führte, scheint sich auf die gesamte Region Westeuropas übertragen zu lassen (Scheide und Solveen 1994).

Dies spricht aus heutiger Sicht dafür, der Europäischen Zentralbank eine Geldmengenstrategie zu empfehlen. Auf diese Weise würde sie nahtlos an die seit rund 20 Jahren von der Deutschen Bundesbank betriebene und im großen und ganzen erfolgreiche Politik anknüpfen. Die Glaubwürdigkeit, die die Bundesbank erworben hat, ließe sich somit in hohem Maße auf die Europäische Zentralbank übertragen: die Übergabe der geldpolitischen Ankerfunktion von der Bundesbank an die Europäische Zentralbank wäre nicht mit einem — die Finanzmärkte möglicherweise irritierenden — Wechsel der geldpolitischen Strategie verbunden.¹⁰

IV. Von der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse zur Einheitswährung

Der Vertrag von Maastricht sieht die rasche Einführung der Einheitswährung nach dem Beginn der dritten Stufe vor (Artikel 109 I, Abs. 4). Derzeit gibt es — neben der Frage, wie die Einheitswährung heißen soll¹¹ — vor allem zwei offene Fragen:

- Zu welchen Kursen werden die nationalen Währungen in die Einheitswährung umgetauscht?
- Wie soll der Einführungsprozeß konkret gestaltet werden?

1. Der Umtauschkurs für die Einheitswährung

Nach den Regelungen des Maastricht-Vertrages (Artikel 109I, Abs. 4) wird am ersten Tag der dritten Stufe der Kurs jeder teilnehmenden Wäh-

rung gegenüber der Korb-ECU festgelegt und diese zum Kurs von 1:1 auf die Einheitswährung umgestellt (vgl. auch Europäische Kommission 1995: Textziffer 30; Schmidhuber 1995). Erst dann wird man genau wissen, wieviel Einheiten der neuen Währung man beispielsweise für eine D-Mark eintauschen kann. Denn selbst wenn die angestrebten unwiderruflichen Kurse zwischen den teilnehmenden Währungen schon vorher bekannt sind, ist der Kurs der ECU zu Beginn der dritten Stufe damit noch nicht vorgegeben, da der Korb auch Währungen enthalten kann, die an dieser Stufe nicht teilnehmen. Diese Unsicherheit hätte zumindest teilweise vermieden werden können, wenn statt dessen ein bestimmter Umtauschkurs zwischen der Einheitswährung und einer der an der dritten Stufe teilnehmenden Währungen vorgesehen worden wäre; so hatte Giovannini (1991) vorgeschlagen, die Einheits-

währung zum Kurs von 1:1 gegenüber der D-Mark einzuführen (vgl. auch Lehment und Scheide 1992).

Derzeit kann man allenfalls grob abschätzen, wo der Umstellungskurs der D-Mark liegen wird: Anfang September mußten für eine Korb-ECU 1,88209 DM gezahlt werden; bei einer unterstellten künftigen Wertänderung bis zu $\pm 3,5$ vH — dies entspricht dem Betrag der D-Mark-Aufwertung seit Ende 1992 — ergäbe sich eine Kursspanne zwischen rund 1,82 und 1,95. Auch dürfte der Umtauschkurs zahlreiche Stellen nach dem Komma aufweisen.

2. Strategien für den Übergang

Bei der deutsch-deutschen Währungsunion wurde die Strategie eines „Big-Bang“ gewählt: am Stichtag 1. Juli 1990 wurden alle nominalen Größen von DDR-Mark auf D-Mark umgestellt, und es wurde mit dem Umtausch von Münzen und Banknoten begonnen. Bei der Europäischen Währungsunion ist derzeit nicht zu erwarten, daß es am 1. Januar 1999 zu einem vergleichbaren schlagartigen Übergang von den nationalen Währungen zur Einheitswährung kommt. Dies liegt vor allem an dem Zeitaufwand bei der Herstellung der neuen Banknoten und Münzen; dieser wird auf 3–4 Jahre veranschlagt (Schmidhuber 1995). Um mit der Herstellung zu beginnen, muß zudem erst noch Klarheit über die Währungsbezeichnung und über die Gestaltung der Banknoten und Münzen geschaffen werden. Auch ist vorgesehen, daß mit der Herstellung erst dann begonnen wird, wenn feststeht, welche Mitgliedstaaten sich an der dritten Stufe beteiligen (Europäische Kommission 1995: Textziffer 29). Unter diesen Umständen ist damit zu rechnen, daß erst im Jahre 2001 oder 2002 mit dem vollständigen Umtausch von nationalen Währungen in die neue Einheitswährung begonnen werden kann.¹² Auf den Finanzmärkten könnte die Einheitswährung dagegen schon früher eingeführt werden. In welchem Umfang dies geschehen soll oder wird, ist aber noch ungewiß. Drei Konzepte sind in der Diskussion:

Verzögerter Big-Bang. Nach diesem Konzept erfolgt die Umstellung aller Konten erst dann, wenn auch das neue Bargeld eingeführt wird.

Steigende Welle. Nach diesem Konzept wird die Umstellung auf die Einheitswährung von der Nachfrage der Marktteilnehmer bestimmt. Dieses Konzept erscheint für die Zeit bis zur Ausgabe des neuen Bargelds sinnvoll: Diejenigen Privatpersonen, Firmen oder Institutionen, die schon in dieser Phase auf Einheitswährung lautende Konten einrichten oder Anleihen begeben wollen, können dies tun. Allerdings ist nicht zu erwarten, daß solche Geschäfte in dieser Phase großen Umfang annehmen. Denn die Einheitswährung wird wegen der fixierten Wechselkurse nicht stabiler sein als die jeweiligen nationalen Währungen; sie bietet auch kein Element der Risikostreuung wie die Korb-ECU; und sie involviert — solange Zahlungen weiterhin in nationalen Währungen erfolgen — zusätzliche Umrechnungs- und Transaktionskosten.

Würde man das Konzept der „Steigenden Welle“ allerdings auch nach Einführung des neuen Bargelds fortführen — es also dem Marktteilnehmern überlassen, ob sie die nationalen Währungen in die Einheitswährung umtauschen —, so könnte es sein, daß die Bürger weiterhin bei den nationalen Währungen bleiben. Es gäbe keine Garantie, daß die „Welle“ steigt. Um die Einheitswährung zu etablieren, bedarf es somit zusätzlicher administrativer Maßnahmen derart, daß die Einheitswährung zum alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt wird und daß Banknoten und Münzen in nationaler Währung aus dem Markt genommen werden.

Kritische Masse. Die EU-Kommission spricht sich im Grünbuch (Textziffern 26 f.) dafür aus, bereits zu Beginn der dritten Stufe eine kritische Masse von Transaktionen in der neuen Einheitswährung zu schaffen — unter anderem dadurch, daß Neuemissionen der öffentlichen Hand auf die Einheitswährung umgestellt werden. Die Kommission begründet die Forderung nach der Schaffung einer kritischen Masse damit, daß diese erforderlich sei, um die Marktteilnehmer von der Unumkehrbarkeit der Währungsunion zu überzeugen. Allerdings erscheinen Zweifel an der Unumkehrbarkeit wenig begründet, beruht doch die Währungsunion auf einem völker-

rechtlich verbindlichen Vertrag, der ein Umkehren nicht gestattet. Dies mag nicht ausschließen, daß es einige Marktteilnehmer gibt, die die Währungsunion trotzdem in Frage stellen. Davon werden sie sich aber auch dann kaum abhalten lassen, wenn Regierungen Anleihen in der Einheitswährung begeben.

Die einfachste und wirksamste Bekundung der Irreversibilität besteht darin, daß die beteiligten Zentralbanken sowohl auf dem Kassamarkt als auch per Termin jeden gewünschten Betrag von nationalen Währungen zum festgelegten Kurs in die Einheitswährung umtauschen. In diesem Fall besteht kein Anlaß dafür, daß die Anleger zu Beginn der dritten Stufe eine starke Präferenz für eine bestimmte Mitgliedswährung entwickeln und dadurch für ein Auseinanderdriften der Zinssätze sorgen — wie es die Europäische Kommission (1995: Textziffer 21) befürchtet. Denn bei identischen Termin- und Kassakursen der Mitgliedswährungen sorgt die Finanzmarkt-arbitrage dafür, daß währungsbedingte Zinsdifferenzen nicht auftreten.

Der Übergang von unwiderruflich fixierten Kursen zur Einheitswährung dürfte somit Elemente aller drei der hier betrachteten Konzepte enthalten:

- Die Einführung von Münzen und Banknoten in der neuen Einheitswährung sowie die Umstellung aller auf nationale Währungen lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten und die Etablierung der Einheitswährung als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel erfolgen in Form eines „verzögerten Big-Bang“;¹³
- auf freiwilliger Basis können schon vorher Konten in der Einheitswährung eingerichtet und Transaktionen durchgeführt werden;
- das Europäische System der Zentralbanken verwendet die Einheitswährung auf jeden Fall von Beginn der dritten Stufe an als Rechen- und Operationsgröße; gleiches gilt für die übrigen Institutionen der Europäischen Union, bei denen die Einheitswährung die Korb-ECU ablöst.¹⁴

V. Verstärkung der Sanktionsmechanismen gegenüber übermäßigen öffentlichen Defiziten

Die Feststellung, daß die große Mehrzahl der EU-Staaten gegen den Artikel 104c („Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite“) verstößt und voraussichtlich im nächsten Jahr erneut verstoßen wird, wirft die Frage auf, wie die Sanktionsmechanismen gegenüber einem solchen Fehlverhalten gestärkt werden können. Dies gilt um so mehr, als die derzeit wohl wichtigste Sanktionsmöglichkeit — Länder mit übermäßigen Defiziten haben keinen Anspruch auf die Zulassung zur dritten Stufe der Währungsunion — entfällt, sobald die Zulassung erfolgt ist.

Die derzeitige Sanktionsregelung bei übermäßigen öffentlichen Defiziten sieht wie folgt aus:

- Der Europäische Rat richtet an den betreffenden Mitgliedstaat Empfehlungen zum Abbau

des übermäßigen Defizits, veröffentlicht diese aber nicht (Artikel 104c, Abs. 7);

- werden die Empfehlungen innerhalb der gesetzten Frist nicht befolgt, so können diese Empfehlungen publik gemacht werden (Artikel 104c, Abs. 8).

Für diejenigen Staaten, die an der dritten Stufe teilnehmen, sind darüber hinaus weitergehende Sanktionsmaßnahmen möglich.¹⁵ So kann der Rat bei Ausbleiben des erforderlichen Defizitabbaus

- „von dem betreffenden Mitgliedstaat verlangen, vor der Emission von Schuldverschreibungen und sonstigen Wertpapieren vom Rat näher zu bezeichnende zusätzliche Angaben zu veröffentlichen,

- die Europäische Investitionsbank ersuchen, ihre Darlehenspolitik gegenüber dem Mitgliedstaat zu überprüfen,
- von dem Mitgliedstaat verlangen, eine unverzinsliche Einlage in angemessener Höhe bei der Gemeinschaft zu hinterlegen, bis das übermäßige Defizit nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist,
- Geldbußen in angemessener Höhe verhängen“ (Artikel 104c, Abs. 11).

In der öffentlichen Diskussion wird die Wirksamkeit dieser Sanktionsmöglichkeiten allerdings vielfach als zweifelhaft angesehen. So können die aufgeführten Sanktionen gegen ein Land nur mit einer Zweidrittelmehrheit der übrigen Staaten beschlossen werden. Weisen mehrere Mitgliedstaaten übermäßige Defizite auf, kann diese Gruppe, wenn sie groß genug ist, Sanktionsbeschlüsse verhindern. Zudem erscheinen die Sanktionen — so wie sie bislang formuliert sind — eher schwach (Issing 1995).

Eine Möglichkeit zur Stärkung der Sanktionsdrohung, die sich relativ einfach umsetzen läßt, besteht darin, daß der Europäische Rat spätestens bei der Auswahl der Teilnehmer an der dritten Stufe Richtlinien für die angemessene Höhe von unverzinslichen Einlagen und Geldbußen erläßt. Diese Richtlinien müssen deutlich machen, daß für Mitgliedstaaten, die übermäßige Defizite aufweisen, strenge Sanktionen angemessen sind. Dies wäre ein deutliches Signal für den hohen Stellenwert, den die Europäische Union dem Ziel der Haushaltssolidität zumißt.

Eine zweite — weitergehende — Möglichkeit besteht in der Schaffung zusätzlicher Sanktionsmechanismen. Diese müßten zum einen darauf gerichtet sein, den Einsatz von Sanktionen zu beschleunigen. Bei der derzeitigen Regelung ist ein Defizit noch nicht als übermäßig einzustufen, wenn es nur vorübergehend auftritt. Da ein Defizit von mehr als 3 vH des Bruttoinlandsproduktes in den ersten zwei Jahren als vorübergehend angesehen werden kann, dauert es möglicherweise drei Jahre, bis ein solches Defizit als übermäßig eingestuft wird. Als nächstes ist eine bestimmte Frist vorgesehen, innerhalb derer die vom Rat angesprochenen Empfehlungen umgesetzt werden sollen. Diese Frist dürfte bei etwa

drei Jahren liegen. Wird diese Frist überschritten — also frühestens wohl nach einem weiteren Jahr —, kann der Rat eine erneute Frist für den Defizitabbau setzen — vermutlich also nochmals in einer Größenordnung von drei Jahren. Erst wenn diese Frist abgelaufen ist, also in dem unterstellten Fall nach zehn Jahren, kann der Rat mit dem Einsatz der Sanktionsmaßnahmen nach Artikel 104c, Abs. 11 beginnen. Bei einem so langen Zeitraum ist die Abschreckungswirkung der Sanktionen gering.

Zum anderen müßte die Verstärkung der Sanktionsmechanismen darauf gerichtet sein, die Wahrscheinlichkeit der tatsächlichen Anwendung möglicher Sanktionen zu erhöhen. Bislang können Maßnahmen nur eingesetzt werden, wenn die übrigen Staaten dem mit einer Mehrheit von zwei Dritteln zustimmen. Die abschreckende Wirkung wäre höher, wenn statt dessen ein Regelmechanismus geschaffen würde, der bei einem bestimmten Fehlverhalten automatische Sanktionen auslöst.

Denkbar wäre beispielsweise die folgende Neuregelung: Mitgliedstaaten, die in die dritte Stufe eintreten, verpflichten sich — unabhängig von den bestehenden Regelungen nach Artikel 104c Abs. 3 bis 13 — in einem Zusatzvertrag, für jedes Jahr, in dem die zuvor in operationaler Form spezifizierten¹⁶ Kriterien ein übermäßiges Defizit anzeigen, eine Stabilisierungsabgabe in Höhe von 0,3 vH des Bruttoinlandsproduktes an die Europäische Zentralbank zu zahlen (im Falle von Deutschland wären dies derzeit rund 10 Mrd. DM). Diese Zahlungen werden bei der Europäischen Zentralbank auf einem gesonderten Stabilisierungskonto verbucht und an das betreffende Land zurückerstattet, sobald die Richtwerte für die Defizit- und die Staatsquote nicht mehr überschritten werden.

Eine solche Regelung hätte mehrere Vorteile:

- Eine Fehlentwicklung würde umgehend Sanktionen hervorrufen; die Gefahr, daß Korrekturmaßnahmen hinausgezögert werden und es dadurch zu einer Überschuldung kommt, wäre entsprechend geringer;
- durch das automatische Einsetzen der Sanktionen bedarf es keiner EU-Beschlüsse „von Fall zu Fall“ (die von den betroffenen Län-

- dem als „Tribunal“ angesehen werden könnten und den Zusammenhalt der Union gefährden würden);
- da die Sanktionen vorhersehbar sind, besteht für die Mitgliedstaaten ein zusätzlicher Anreiz, die Defizit- und Schuldenquoten längerfristig deutlich unter die Schwellenwerte zu senken, um sicherzustellen, daß diese auch bei einer unerwartet ungünstigen Entwicklung nicht überschritten werden. Die Sanktionen haben dadurch auch eine prophylaktische Wirkung;
 - Länder mit sehr hoher Schuldenquote müssen besonders bestrebt sein, Fehlentwicklungen zu verhindern; denn da geleistete Zahlungen erst dann zurückerstattet werden, wenn die Schuldenquote von 60 vH nicht mehr überschritten

wird, müßten sie vergleichsweise lange auf die Rückzahlung warten.

Ein derartiges Vorgehen würde die Wiederherstellung und Wahrung der finanziellen Solidität in Europa fördern, Auslegungsstreitigkeiten zwischen Mitgliedstaaten vermeiden und die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten Währungsunion insgesamt stärken. Derzeit gibt es allerdings in den Mitgliedstaaten aus verschiedenen Gründen Vorbehalte gegen einen Zusatzvertrag zur Stärkung der Sanktionsmechanismen. Es ist jedoch vorstellbar, daß ein solcher Zusatzvertrag dennoch zustande kommt, insbesondere dann, wenn ein erheblicher Druck von seiten der Finanzmärkte erkennbar wird.

VI. Implikationen für Zinsen und Wechselkurse

1. Zinsentwicklung

Nach dem Eintritt in die dritte Stufe ist damit zu rechnen, daß sich die Zinsen in den Mitgliedsländern weitgehend angleichen. Denn da die Wechselkurse unwiderruflich fixiert sind, spiegeln Zinsdifferenzen für Titel mit gleicher Laufzeit dann nur noch die unterschiedliche Bonität der jeweiligen Schuldner wider. Diese bonitätsbedingten Zinsunterschiede zwischen Staatsanleihen der EU-Staaten sind allerdings üblicherweise gering. Dies zeigt sich beispielsweise daran, daß die Rendite für DM-Anleihen hochverschuldeter EU-Staaten wie Irland, Italien und Belgien nur um weniger als einen Viertelprozentpunkt über der Rendite vergleichbarer Bundesanleihen liegt.

Tabelle 1 gibt Hinweise auf die derzeitige Einschätzung der künftigen Zinsentwicklung in der EU. In Spalte (1) ist die Verzinsung für zehnjährige Anleihen in der jeweiligen Landeswährung aufgeführt. Die Spanne reicht dabei von 6,46 vH in Deutschland bis zu 11,34 vH in Italien. Diese Zinsen kann man unterteilen in die Verzinsung in den ersten fünf Jahren der Laufzeit — die dem Marktzins für Fünfjahrestitel (Spalte 2) ent-

spricht — und eine implizite Verzinsung für die zweiten fünf Jahre, die sich näherungsweise als Summe aus dem Niveau des Zehnjahreszinses und der Differenz der Spalten (1) und (2) errechnet. Tritt die Währungsunion 1999 in Kraft, dann müßten die in Spalte (3) aufgeführten impliziten Zinsen für die zweite Hälfte der Laufzeit (also für die Zeit von 2000 bis 2005) in den teilnehmenden Ländern recht ähnlich sein: sie dürften lediglich im Ausmaß der Bonitätsunterschiede differieren.¹⁷ Betrachtet man die Werte in Spalte (3), so kommen nur die Niederlande, Österreich, Belgien/Luxemburg und Frankreich dem deutschen Zinsniveau nahe. Für die anderen Länder liegen die impliziten Zinsen erheblich höher als in Deutschland. Dies deutet darauf hin, daß eine Teilnahme dieser Länder an der Währungsunion gegenwärtig als wenig wahrscheinlich angesehen wird.¹⁸

Eine Währungsunion, die Deutschland, Frankreich, die Benelux-Staaten und Österreich umfassen würde, ist in den Marktzinsen bereits weitgehend eskomptiert: der Unterschied der impliziten Zinsen in Tabelle 1 beträgt weniger als 0,4 Prozentpunkte. Ein definitiver Beschluß über die Teilnahme dieser Länder an der Währungsunion würde somit allenfalls zu einer minimalen

Tabelle 1 — Zinsen in EU-Mitgliedsländern (Stand: 4.9.1995)

Land	Rendite für 10-jährige Staatsanleihen	Rendite für 5-jährige Staatsanleihen	Implizite Rendite einer Staatsanleihe mit 5-jähriger Restlaufzeit im Jahr 2000 ^a
	(1)	(2)	(3)
Deutschland	6,46	5,46	7,46
Niederlande	6,63	5,67	7,59
Österreich	6,75	5,75	7,75
Belgien/Luxemburg	6,97	6,11	7,83
Frankreich	7,18	6,53	7,83
Dänemark	7,76	7,02	8,50
Finnland	7,87	6,80	8,94
Großbritannien	7,92	7,47	8,37
Irland	8,03	7,83	8,23
Schweden	9,92	9,67	10,17
Spanien	10,95	10,64	11,26
Portugal	10,96	10,65	11,27
Italien	11,34	11,14	11,54

^aSpalte (1) zuzüglich der Differenz der Spalten (1) und (2). Die Renditen sind jeweils auf halbjährlicher Basis berechnet. Die Werte für Österreich und Portugal wurden teilweise geschätzt.

Quelle: Merrill Lynch (1995), eigene Berechnungen.

weiteren Angleichung bei den langfristigen Zinsen führen. Es ist deshalb nicht damit zu rechnen, daß ein solcher Beschluß — solange sich die Währungsunion auf die hier genannte Staatengruppe beschränkt — einen scharfen Anstieg der langfristigen D-Mark-Zinsen hervorrufen würde, wie es gelegentlich befürchtet wird.

Dies bedeutet nicht, daß die D-Mark-Zinsen so niedrig bleiben, wie sie jetzt sind. Im Vergleich zum derzeitigen Zins für auf D-Mark lautende Fünfjahrestitel liegt — wie Tabelle 1 zeigt — der implizite Zins für den Zeitraum 2000–2005 um rund 2 Prozentpunkte höher; dieser Wert reflektiert zum einen die Prämie für eine frühzeitige Zinsbindung,¹⁹ zum anderen aber auch die Erwartung steigender Zinsen. Eine solche Erwartung ist in einer Niedrigzinsphase — wie wir sie derzeit haben — allerdings typisch; in der letzten Niedrigzinsphase, nämlich 1987, gab es eine ähnliche Konstellation: damals lag der Fünfjahreszins bei 5,6 vH und der — analog wie in Tabelle 1 berechnete — implizite Zins bei 7,4 vH. Eine besondere Belastung der künftigen DM-Zinsentwicklung durch die geplante Währungsunion ist von daher nicht festzustellen. Gleiches gilt, wenn man den Zinsabstand zwischen D-Mark und Schweizer Franken betrachtet; ein Renditegefälle von rund 2 Prozentpunkten im Zehnjahresvergleich, wie es der-

zeit zu beobachten ist, hat es 1987 ebenfalls gegeben: ein durch die Aussicht auf die Währungsunion bedingter gravierender Vertrauensschwund gegenüber der D-Mark zugunsten des Schweizer Franken ist von daher nicht zu erkennen.

Eine Belastung für den deutschen Kapitalmarkt dürfte sich allerdings ergeben, wenn auch Länder mit hohen Zinsen zur dritten Stufe zugelassen würden. In diesem Fall könnte die dann resultierende Zinsangleichung — insbesondere wenn es sich um ein relativ großes Land wie Italien handelt — die Kapitalmarktzinsen in Deutschland (und in den anderen Niedrigzinsländern) fühlbar steigen lassen, zumal die Zulassung von Ländern mit relativ hohen Zinsen und Inflationsraten auch das Vertrauen in die künftige Stabilitätspolitik der Europäischen Zentralbank beeinträchtigen würde.

2. Wechselkursentwicklung

Die Wechselkursentwicklung in der Vorphase der Währungsunion dürfte maßgeblich bestimmt werden von der Frage, ob und zu welchen Wechselkursen ein Land der dritten Stufe beitrifft.

Die Diskussion der Zinsstruktur im vorigen Abschnitt hat gezeigt, daß die Teilnehmer an den

Finanzmärkten am ehesten mit einer Währungsunion aus Deutschland, Frankreich, den Benelux-Staaten und Österreich rechnen. Betrachtet man die Wechselkurse dieser Währungen gegenüber der D-Mark, so notierten sie Anfang September zumeist nahe bei den EWS-Leitkursen (Tabelle 2). Eine Ausnahme bildete der französische Franc, der zu diesem Zeitpunkt um 2,8 vH unter dem Leitkurs und damit leicht außerhalb der engeren Bandbreite von 2,25 vH lag. Der Terminkurs für den Franc per Anfang 1999 notierte sogar um 6 vH unter dem derzeitigen Leitkurs (Merrill Lynch 1995: 76). Verbindet man diese Beobachtungen mit den Ergebnissen der Zinsanalyse im vorigen Abschnitt, so rechnet die Mehrheit der Akteure auf den Finanzmärkten offensichtlich damit, daß der Franc gegenüber der D-Mark zunächst weiter im Kurs sinkt, sich dann aber gegen Ende des Jahrzehnts stabilisiert. Diese Einschätzung erscheint allerdings fragwürdig.

Sofern man die Auffassung vertritt, daß Frankreich der Währungsunion eine Absage erteilen und zu einer Abwertungs politik überschwenken wird, ist es wenig plausibel, warum die langfristigen Zinsen sich dann an das deutsche Niveau angleichen sollen. Erwartet man andererseits die Bildung einer Währungsunion mit Frankreich, so ist es schwer vorstellbar, daß der Franc-Kurs auf einem Niveau fixiert wird, das außerhalb der engen Bandbreite liegt, zumal der französische Notenbankpräsident kürzlich erst bekräftigt hat, daß der angemessene Kurs dem derzeitigen EWS-Leitkurs von 29,8164 entspricht (Deutsche Bundesbank *Auszüge aus*

Presseartikeln vom 11. Juli 1995). Insofern könnte eine frühzeitige Vereinbarung der EU-Mitgliedstaaten, wonach die endgültige Festschreibung der EWU-Wechselkurse auf der Basis der Leitkurse im EWS vorgenommen wird, vor allem dem französischen Franc zugute kommen — erhöht sie doch die Glaubwürdigkeit des Beitritts zu einem Kurs, der über dem derzeitigen Marktniveau liegt. In dem Maße, wie sich der Franc befestigt, erhöht sich zugleich der Spielraum für eine weitere Absenkung der französischen Zinsen in Richtung auf das deutsche Niveau.

Die Währungen der Mitgliedstaaten, die am Wechselkursverbund des EWS teilnehmen, aber im Urteil der Finanzmärkte nicht zu den wahrscheinlichen Mitgliedern der Währungsunion gehören, notierten Anfang September gegenüber der D-Mark allesamt etwas unter ihrem Leitkurs, lagen mit Ausnahme des Irischen Pfunds jedoch noch innerhalb der engen Wechselkursbandbreite.²⁰

Finnland, Griechenland, Großbritannien, Italien und Schweden nehmen derzeit nicht am EWS-Wechselkursverbund teil. Wenn diese Länder das Wechselkurskriterium für den Eintritt in die dritte Stufe gegen Ende 1997 erfüllen wollen, müßten sie dem Verbund in Kürze beitreten (vgl. Kapitel I). In diesem Fall stellt sich angesichts der erheblichen Wechselkursfluktuationen die Frage, zu welchem Leitkurs die jeweiligen Währungen in den Verbund aufgenommen werden sollen. Dies gilt insbesondere für Italien, dessen Regierung bereits erklärt hat, daß sie eine Rückkehr in den Wechselkursverbund anstrebt.

Tabelle 2 — Wechselkurse im EWS gegenüber der D-Mark^a

Währung	Marktkurs am 7.9.1995	EWS-Leitkurs	Differenz in vH
100 belgische Francs	4,8607	4,84837	+0,3
100 französische Francs	29,003	29,8164	-2,8
100 holländische Gulden	89,237	88,7526	+0,5
100 österreichische Schillinge	14,218	14,2136	0
100 dänische Kronen	25,812	26,2162	-1,6
1 irisches Pfund	2,3270	2,4110	-3,6
100 portugiesische Escudos	0,9627	0,9756	-1,3
100 spanische Peseten	1,1663	1,1755	-0,8

^aFür Währungen, die am Wechselkursverbund teilnehmen.

Quelle: Deutsche Bundesbank *Auszüge aus Presseartikeln* vom 6. März 1995, *Die Welt* vom 8. September 1995.

Orientieren sich die beteiligten EU-Staaten (die den neuen Leitkurs allesamt billigen müssen) bei der Festsetzung am Beispiel der Peseta, die Anfang 1992 ähnlich überbewertet war wie die Lira (Merrill Lynch 1995: 25) und deren Leitkurs gegenüber der D-Mark seitdem von 1,5385 auf 1,1755 gesunken ist, so müßten sie den Leitkurs für die Lira (der Anfang 1992 bei rund 1,33 D-Mark für 1 000 Lire lag) mit einem Wert von rund 1,02 DM festsetzen — also um rund 25 vH niedriger als Anfang 1992. Bei einer Lira-Notierung von lediglich rund 0,90 DM (wie Anfang

September 1995) würde der Marktkurs dann aber im unteren Bereich der Bandbreite liegen. Die italienische Währung wäre unter diesen Umständen sehr anfällig gegenüber einer erneuten spekulativen Attacke, und es bestünde die Gefahr eines nochmaligen Ausscheidens aus dem Wechselkursverbund. Für eine Rückkehr der Lira in das EWS dürfte es somit noch zu früh sein. Die italienische Währung sollte erst dann wieder beitreten, wenn sie sich am Markt zuvor auf einen Kurs von etwa einer Mark befestigt hat.²¹

VII. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Bereits vor der Entscheidung über den Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion besteht Handlungs- und Klärungsbedarf. Dabei geht es außer um den Namen der Einheitswährung und die Gestaltung der Banknoten und Münzen insbesondere um

- die weitere Harmonisierung der geldpolitischen Instrumente und den Aufbau eines Zahlungssystems für die Einheitswährung;
- die Herbeiführung der Unabhängigkeit der Notenbank in allen EU-Ländern und die Entscheidung über die geeignete geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank;
- die Präzisierung der Konvergenzkriterien, damit deren strikte Einhaltung — insbesondere bei den öffentlichen Defiziten — objektiv überprüfbar wird;
- den Maßstab für die Festlegung der unwiderruflichen Umtauschkurse zwischen den Mitgliedswährungen: um die Wechselkursstabilität bereits im Vorfeld der Währungsunion zu fördern, sollten die Staaten sich möglichst frühzeitig darauf einigen, daß die unwiderrufliche Fixierung auf dem Niveau der jeweiligen EWS-Leitkurse erfolgt, die zuvor seit mindestens zwei Jahren unverändert geblieben sein müssen.

Bei der gegen Ende 1997 anstehenden Entscheidung über den Eintritt in die dritte Stufe ist folgendes Vorgehen ratsam:

- Es werden nur Mitgliedstaaten zugelassen, die alle Kriterien strikt erfüllen. Sollte die Zahl dieser Länder so gering sein, daß der Start der Währungsunion auf einer derart schmalen Basis nicht für sinnvoll erachtet wird, so wäre der Beginn zeitlich zu verschieben.
- Die Wechselkursbandbreite für die zur dritten Stufe zugelassenen Währungen wird umgehend auf $\pm 0,25$ vH verengt; zudem wird festgelegt, daß ein Land, dessen Währung an den unteren Interventionspunkt stößt, seine Geldmarktzinsen mindestens auf das Niveau des jeweiligen Partnerlandes anheben muß. Auf diese Weise wird bereits in der Vorphase der Währungsunion ein enger Wechselkurs- und Zinsverbund zwischen den beteiligten Währungen hergestellt.
- Für die zugelassenen Mitgliedstaaten werden die Sanktionsmechanismen gegenüber übermäßigen öffentlichen Defiziten gestärkt: Länder mit übermäßigen öffentlichen Defiziten müssen eine Stabilisierungsabgabe in Höhe von jährlich 0,3 vH des Bruttoinlandsproduktes an die Europäische Zentralbank abführen; diese Zahlungen werden zurückerstattet, sobald die Richtwerte von 3 vH für die Defizitquote und 60 vH für die Schuldenquote erreicht werden.

Anhang

Zur operationalen Präzisierung der Kriterien für die Einhaltung der Haushaltsdisziplin

1. Defizitkriterium

Nach dem Maastricht-Vertrag stellt ein tatsächliches oder geplantes Haushaltsdefizit von mehr als 3 vH des Bruttoinlandsproduktes dann keinen Verstoß gegen die Haushaltsdisziplin dar, wenn

- „entweder das Verhältnis erheblich und laufend zurückgegangen ist und einen Wert in der Nähe des Referenzwertes erreicht hat
- oder der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschritten wird und das Verhältnis in der Nähe des Referenzwertes bleibt“ (Artikel 104c, Abs. 2a).

Ein Urteil darüber, ob das Defizitkriterium erfüllt wird, erfordert somit eine Präzisierung der in diesem Passus verwendeten Begriffe. Soll eine willkürliche Interpretation verhindert werden, so ist es zudem wichtig, diese Präzisierung schon vorher in operationalen Regeln niederzulegen und zu veröffentlichen.

Diese Regeln könnten wie folgt aussehen:

- Die Defizitquote befindet sich in der Nähe des Referenzwertes, wenn sie diesen um nicht mehr als einen Prozentpunkt übersteigt;
- ein erheblicher und laufender Rückgang der Defizitquote liegt dann vor, wenn die Quote zwei Jahre in Folge zurückgeht und der durchschnittliche Rückgang in dieser Zeit mindestens einen Prozentpunkt pro Jahr ausmacht;
- ein ausnahmsweises und vorübergehendes Defizit liegt dann vor, wenn der Referenzwert nicht mehr als zwei Jahre in Folge überschritten wird.

Gemäß einer solchen Regelung würde ein übermäßiges Defizit somit in jedem Fall dann vorliegen, wenn die Defizitquote über 4 vH hinausgeht; und eine Defizitquote zwischen 3 und 4 vH würde nur dann toleriert, wenn sie entweder

nicht länger als 2 Jahre in diesem Bereich liegt oder wenn sie in den beiden vorangegangenen Jahren bereits kontinuierlich um durchschnittlich jeweils einen Prozentpunkt zurückgegangen ist.

Eine weniger strenge Auslegung der Begriffe (etwa derart, daß auch eine Defizitquote von 5 vH als in der Nähe des Referenzwertes liegend angesehen wird) würde das Defizitkriterium entwerten und das Ziel einer wirksamen Überwachung der Haushaltslage in den Mitgliedstaaten beeinträchtigen.

2. Schuldenkriterium

Nach Artikel 104c, Abs. 2b des Maastricht-Vertrages verstößt eine Schuldenquote von mehr als 60 vH dann nicht gegen die Haushaltsdisziplin, wenn die Quote hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert annähert. Damit stellt sich die Frage, was genau hierunter zu verstehen ist.

Dabei ist es sinnvoll, zunächst den Zusammenhang zwischen der Änderung der Schuldenquote und der Defizitquote deutlich zu machen. Die prozentuale Zunahme der Staatsverschuldung entspricht dem Verhältnis aus der absoluten Zunahme der Staatsverschuldung, also dem Haushaltsdefizit D , und dem Niveau der Staatsverschuldung V :

$$[1] \hat{V} = D / V,$$

wobei „ $\hat{}$ “ eine prozentuale Änderung kennzeichnet.²² Durch Erweiterung mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt (Y) erhält man

$$[2] \hat{V} = (D / Y) / (V / Y) = d / v,$$

wobei $d (= D/Y)$ die Defizitquote und $v (= V/Y)$ die Verschuldungsquote bezeichnen.

Die prozentuale Änderung der Verschuldungsquote ergibt sich approximativ als Differenz aus den prozentualen Änderungen der Staatsverschuldung und dem Wachstum des nominalen Bruttoinlandsproduktes:

$$[3] \hat{v} = \hat{V} - \hat{Y}.$$

Setzt man [2] in [3] ein, so erhält man:

$$[4] \hat{v} = d/v - \hat{Y}.$$

Aus Gleichung [4] ergibt sich folgendes:

- Ist das Haushaltsdefizit und mithin auch die Defizitquote gleich null, so geht die Verschuldungsquote im Ausmaß der nominalen BIP-Wachstumsrate zurück;
- die Verschuldungsquote bewegt sich jeweils in Richtung auf einen Wert, der dem Quotienten aus der Defizitquote und der nominalen BIP-Wachstumsrate entspricht (die Verschuldungsquote ändert sich nicht mehr, d.h. $\hat{v} = 0$, wenn gilt $v = d/\hat{Y}$). Bei einer Defizitquote von 3 vH und einem nominalen BIP-Wachstum von 5 vH bewegt sich die Wirtschaft also in Richtung auf eine Schuldenquote von 60 vH. Insofern kann man auch davon sprechen, daß die Ableitung des Kriteriums für die Schuldenquote implizit auf der Annahme eines nominalen BIP-Wachstums von 5 vH beruht (vgl. auch De Grauwe 1994: 158).²³

Die hier dargestellten Zusammenhänge können herangezogen werden, wenn es um die Präzisierung des Begriffs einer hinreichend rückläufigen Schuldenquote geht. Einen ersten Anhaltspunkt für die Präzisierung dieses Begriffs liefert die Formulierung des Artikels 104c Abs. 1, in dem es heißt: „Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite“. Diese Bestimmung dürfte dann als erfüllt anzusehen sein, wenn das betreffende Land einen ausgeglichenen öffentlichen Gesamthaushalt — also kein Defizit — aufweist. Dies würde — gemäß der Gleichung [4] — bedeuten, daß die Schuldenquote im Ausmaß der BIP-Wachstumsrate zurückgeht.

Die nächste Frage lautet dann, ob auch ein nicht ganz so starker Rückgang noch als hinreichend aufgefaßt werden kann. Eine Grenze ist dabei dadurch gesetzt, daß die Defizitquote bei einer Schuldenquote von mehr als 60 vH offensichtlich signifikant niedriger als 3 vH sein muß

— denn ansonsten bedürfte es keiner besonderen Bestimmung für Länder mit hoher Schuldenquote. Die Obergrenze für die zulässige Defizitquote würde für diese Länder somit im Bereich von 0–2 vH zu suchen sein.

Bei einem nominalen BIP-Wachstum von 5 vH würde eine strenge Auslegung dieses Spielraums (Defizitquote von 0 vH) bedeuten, daß die Schuldenquote um ebenfalls 5 vH zurückgehen muß. Für ein Land mit einer Schuldenquote von 130 vH — wie derzeit Belgien — impliziert dies einen Rückgang um 6,5 Prozentpunkte, für ein Land mit einer Schuldenquote von 65 vH — wie derzeit Österreich — einen Rückgang um 3,25 Prozentpunkte; der erforderliche absolute Rückgang der Schuldenquote ist also um so höher, je höher das Niveau der Schuldenquote ist. Bei einer weniger strengen Interpretation (Defizitquote von 2 vH) beläuft sich der erforderliche Rückgang der Schuldenquote bei einem BIP-Wachstum von 5 vH nach Gleichung [4]

- für ein Land mit einer Schuldenquote von 130 vH auf rund 3,5 vH (oder 4,5 Prozentpunkte),
- für ein Land mit einer Schuldenquote von 65 vH auf rund 2 vH (oder 1,3 Prozentpunkte).

Bei der Festlegung einer Regel für den hinreichenden Rückgang der Schuldenquote sollte zudem darauf geachtet werden, daß sie

- möglichst einfach ist;
- auch für eine nominale Wachstumsrate paßt, die mittelfristig etwas niedriger ausfällt als 5 vH;
- dem Gebot einer „genügend raschen“ Annäherung an den Referenzwert Rechnung trägt und
- den Präzedenzfall Irlands einschließt, für das eine hinreichend rückläufige Schuldenquote bereits festgestellt wurde.

Eine einfache Regel, die die genannten Bedingungen auch sonst erfüllt, sieht wie folgt aus. Ein Rückgang der Schuldenquote wird als hinreichend angesehen, wenn er pro Jahr die nachstehend genannten Beträge erreicht:

bei einer Schuldenquote bis zu

70 vH:	1,5 Prozentpunkte
80 vH:	2,0 Prozentpunkte
90 vH:	2,5 Prozentpunkte

100 vH:	3,0 Prozentpunkte
110 vH:	3,5 Prozentpunkte
120 vH:	4,0 Prozentpunkte
130 vH:	4,5 Prozentpunkte
140 vH:	5,0 Prozentpunkte
usw.	

Ein über diesen Beträgen liegender Rückgang in den Vorjahren kann dabei auf das laufende Jahr angerechnet werden.²⁴

Eine solche Regel würde gewährleisten, daß ein ausgeglichener Haushalt die Bedingungen für den Rückgang der Schuldenquote in dem dargestellten relevanten Bereich auch dann erfüllt, wenn die nominale BIP-Wachstumsrate lediglich bei 4 vH liegt, wie es beispielsweise Gros und Vandille (1995) für die Währungsunion unterstellen. So würde beispielsweise im Fall Belgiens (mit einer Schuldenquote von gut 130 vH) ein ausgeglichener Haushalt dazu führen, daß die Schuldenquote bei einem BIP-Wachstum von 4 vH um 5,2 Prozentpunkte abnimmt: der Referenzwert für den erforderlichen Rückgang der Schuldenquote (5 Prozentpunkte) würde also erfüllt. Würde man die Prozentpunktstaffel um einen halben Prozentpunkt höher ansetzen (also bei einer Verschuldungsquote bis 140 vH einen Rückgang von 5,5 Prozentpunkten vorsehen), so

müßte Belgien bei einer BIP-Expansion von nominal 4 vH einen Haushaltsüberschuß aufweisen (was über die Anforderung eines Vermeidens von Defiziten hinausginge).

Würde man die Prozentstaffel um einen halben Prozentpunkt niedriger ansetzen als oben vorgesehen, so würde der sich bei einer Schuldenquote von 65 vH ergebende Wert von 1 Prozentpunkt unter der zuvor nach Gleichung [4] errechneten Grenze von 1,3 Prozentpunkten liegen. Zudem würde sich der geforderte Anpassungsprozeß stark verlangsamen: Bei der oben aufgeführten Prozentpunktstaffel würde es für ein Land mit einer Schuldenquote von 75 vH neun Jahre dauern, bis der Richtwert von 60 vH erreicht wird, bei einer Absenkung der Staffel um einen halben Prozentpunkt wären es dagegen vierzehn Jahre. Der Forderung nach einer genügend raschen Annäherung dürfte dies kaum noch entsprechen.²⁵

Die aufgeführte Regel schließt zudem den Fall Irlands ein: In Irland war die Verschuldungsquote von 97,0 vH im Jahr 1993 auf 89,8 vH im Jahr 1994 gefallen (European Commission 1995: Tabelle 22); dies ist deutlich mehr als die gemäß der Aufstellung geforderten 3 Prozentpunkte.²⁶

Endnoten

- 1 Insgesamt gibt es in dem Rat 87 Stimmen, die auf die einzelnen Länder je nach Größe aufgeteilt sind. Die qualifizierte Mehrheit beträgt 62 Stimmen.
- 2 Der Erfolg dieser Strategie dürfte maßgeblich davon abhängen, ob die Regierung in der Lage ist, den Lohnanstieg im öffentlichen Sektor zu begrenzen und das Defizit im Sozialversicherungssektor zu beseitigen (Goldman Sachs 1995).
- 3 Dies ist ein wichtiger Unterschied zum EWS, wo nationale Notenbanken zu unbegrenzten Terminmarktinterventionen nicht bereit waren, weil sie nicht sicher sein konnten, ob sie zu dem gegebenen Zeitpunkt die Kontrakte tatsächlich erfüllen können.
- 4 Eine Verminderung der Wechselkursbandbreiten auf lediglich 2,25 vH, wie sie im EWS bis 1993 üblich war, erscheint dagegen nicht ausreichend, um den Gleichlauf der Geldmarktzinsen zu sichern. Denn in einem solchen Fall könnte beispielsweise ein Land seine 6-Monatszinsen ein halbes Jahr vor Inkrafttreten der Währungsunion um rund 4,5 Prozentpunkte unter das entsprechende Zinsniveau der anderen Länder senken, ohne daß die Wechselkursspanne verlasten würde. (Aufgrund der Arbitragebedingungen an den Finanzmärkten führt eine relative Zinssenkung bei einem festgelegten Terminkurs zu einer Abwertung der betreffenden Währung und einer anschließend erwarteten Aufwertung im Ausmaß der Zinsdifferenz; eine erwartete Aufwertung um 2,25 vH innerhalb eines halben Jahres entspricht einer Differenz der 6-Monatszinsen (auf Jahresbasis) von 4,5 vH).
- 5 Im Unterschied zur Währungsunion wird der zinspolitische Kurs in der Übergangsphase nicht durch Mehrheitsbeschluß, sondern durch das jeweils am stärksten stabilitätsorientierte Mitgliedsland vorgegeben — so wie es im EWS auch bisher der Fall ist. Nach dem Eintritt in die dritte Stufe geht die Entscheidung über die Zinspolitik an den Europäischen Zentralbankrat über.
- 6 Die Unabhängigkeit ist allerdings nicht vollständig. Zwar ist die Europäische Zentralbank von direkten Weisungen durch die Regierungen oder durch EU-Organe unabhängig, gleichwohl hat sie die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft zu unterstützen. Ferner bleibt die Kompetenz bezüglich des Wechselkurssystems bei dem Rat der Europäischen Union, eine Tatsache, die die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank beeinträchtigen kann. Auch hinsichtlich der personellen Zusammensetzung ist eine völlige Unabhängigkeit nicht gegeben, da die Präsidenten der nationalen Notenbanken von den Regierungen ernannt werden. Vgl. hierzu Siebert (1992) und Willms (1992: 217 ff.). Schließlich bleibt die Frage, inwieweit die Europäische Zentralbank — selbst wenn sie formal unabhängig ist — einem möglichen politischen Druck aufgrund von Fehlentwicklungen bei Löhnen und Staatsausgaben standhalten können (Issing 1995). Die Gefahr derartiger Fehlentwicklungen besteht vor allem dann, wenn die Währungsunion Staaten mit sehr unterschiedlichem Lohn- und Einkommensniveau umfaßt (Siebert 1992: 47). Der Vertrag von Maastricht enthält hier keine Sicherheitsvorkehrungen: Der Beitritt zur dritten Stufe ist auch für Länder mit vergleichsweise geringem Pro-Kopf-Einkommen möglich. Eine Bereitschaft, hieran im nachhinein noch etwas zu ändern, ist nicht erkennbar. Insofern verbleiben bei Einführung der Währungsunion Risiken selbst dann, wenn alle im Vertrag enthaltenen Kriterien strikt beachtet werden.
- 7 Allerdings verfolgt die Bundesbank keine Geldmengensteuerung im reinen Sinne, sondern berücksichtigt auch andere Einflußfaktoren.
- 8 Für die genaue Quantifizierung spielt die trendmäßige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit eine Rolle.
- 9 Vgl. z.B. Deutsche Bundesbank (1992) sowie Krämer und Scheide (1994).
- 10 Einen gewissen Vorbehalt gibt es allerdings insoweit, als die teilweise deutlichen Abweichungen vom Geldmengenziel der Bundesbank in der jüngeren Zeit die Frage aufwerfen, ob die Geldnachfrage noch als hinreichend stabil angesehen werden kann. Hier sollte aber zunächst die weitere Entwicklung abgewartet werden. Auch 1994 war es zeitweise zu starken Abweichungen vom Geldmengenziel gekommen, die sich aber in kurzer Zeit zurückbildeten.
- 11 Bis zum Ende dieses Jahres soll über den Namen der neuen Einheitswährung entschieden werden. In der Diskussion ist derzeit neben der Bezeichnung „ECU“ die von deutscher Seite vorgeschlagene Bezeichnung „Euro-Franken“. Die französischsprachigen Länder könnte man hierfür zwar möglicherweise gewinnen, wenn man neben der Bezeichnung Franken auch Franc zulassen würde. Dies würde aber nicht nur Komplikationen aufgrund von Doppelbezeichnungen der neuen Währung hervorrufen, sondern darüber hinaus in den anderen EU-Ländern die Frage aufwerfen, warum die europäische Einheitswährung nur einen deutschen und einen französischen Namen trägt. Ein denkbarer Kompromiß könnte — wie verschiedentlich schon vorgeschlagen — darin bestehen, daß man die Euro-Währung „Euro“ nennt. Diese Bezeichnung hebt den europäischen Charakter der neuen Währung hervor und dürfte in allen Ländern akzeptabel sein. Im Vergleich zu der Bezeichnung „ECU“ hat der Name „Euro“ den Vorteil, daß es keine Verwechslung mit der Korb-ECU gibt und man die „Euro“, anders als die „ECU“, nicht mit einer Währung assoziieren kann, die in den letzten Jahren deutlich weniger wertstabil war als die starken EWS-Währungen. Zu benennen ist auch noch die Währungseinheit für die kleineren Münzen — also der Nachfolger des Pfennigs: hier könnte die Entscheidung auf den „Cent“ hinauslaufen.
- 12 Aus politischer Sicht kann man hierin auch einen Vorteil sehen. Denn die Einheitswährung schafft einen sichtbaren Graben zwischen den Ländern, die an der dritten Stufe teilnehmen, und denen, die es mangels Erfüllung der Kriterien nicht tun. Wird die Einheitswährung erst 2001 oder 2002 eingeführt, so erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, daß bis dahin weitere Staaten an der Währungsunion teilnehmen und die Einführung der Einheitswährung auf relativ breiter Basis erfolgt.

- 13 Der Begriff des „Big Bang“ ist dabei zu relativieren. So wird insbesondere die Umstellung der Münzautomaten einige Zeit in Anspruch nehmen. Wichtig ist, daß Bargeldbestände in nationalen Währungen auch nach dem Stichtag zeitlich unbefristet in die neue Einheitswährung umgetauscht werden können.
- 14 Noch nicht allgemein geklärt ist die Umstellung bei bestehenden privaten ECU-Verträgen, insbesondere ECU-Anleihen, die nach Beginn der dritten Stufe fällig werden. Die Antwort auf die Frage, ob diese ab dann in Einheitswährung oder nach wie vor auf der Basis des ECU-Währungskorbs abgerechnet werden (dessen Wert gegenüber der Einheitswährung sich nach Beginn der dritten Stufe ändern kann), dürfte dabei von den Vertragsbedingungen im jeweiligen Einzelfall abhängen.
- 15 Gegenüber den anderen EU-Staaten gilt dies nicht (Artikel 109k, Abs. 3).
- 16 Vgl. hierzu die Erörterung im Anhang.
- 17 Der implizite Zins setzt sich dabei zusammen aus dem erwarteten Fünfjahreszins im Jahre 2000 und einer Prämie für das Eingehen einer Zinsbindung in den Jahren 2000–2005 schon zum jetzigen Zeitpunkt. Alternativ könnte man auch Zinsterminkontrakte für fünfjährige Anleihen per Termin September 2000 heranziehen; ein entsprechender Datensatz für die EU-Staaten ist allerdings bislang nicht verfügbar.
- 18 Diese Einschätzung teilen offensichtlich auch die Regierungen in den europäischen Hochzinsländern, die weiterhin Festzinsanleihen in heimischer Währung emittieren; denn wären sie von der Teilnahme ihres Landes überzeugt, so würde man erwarten, daß sie nur noch Anleihen mit einer Zinsbindung bis 1999 begeben, um danach von den günstigeren Zinskonditionen in der Währungsunion zu profitieren.
- 19 Im Zeitraum 1985–1994 machte diese Prämie im Schnitt rund 0,4 Prozentpunkte aus.
- 20 Hierzu beigetragen hat, daß im März 1995 der Leitkurs der Peseta erneut um 7 vH und der des Escudo um 3,5 vH herabgesetzt wurden.
- 21 Nicht empfehlenswert wäre es, eine Rückkehr der Lira zu forcieren, indem man den Leitkurs mit einem Wert von weniger als 1,02 DM ansetzt. Schätzungen zeigen, daß die Lira gegenüber der D-Mark bereits bei einem Kurs von 1,02 DM um rund 10 vH unter der langfristigen Kaufkraftparität liegt (Merrill Lynch 1995: 25). Ein niedriger Leitkurs gefährdet die Teilnahme einer Währung an der dritten Stufe. Denn unterbewertete Währungen weisen tendenziell höhere Preissteigerungsraten auf. Derzeit wird dieser Effekt in Italien durch die nachfragehemmende Wirkung hoher Zinsen gedämpft. Bei einer — an einem unterbewerteten Leitkurs ausgerichteten — starken Zinssenkung würde dieser dämpfende Effekt jedoch möglicherweise rasch abgebaut — so wie es nach 1987 schon einmal der Fall war. Die Folge wären dann eine erneute Nachfrageübersteigerung und ein Ausbleiben der Konvergenz bei den Inflationsraten.
- 22 Bei der Feststellung der Kriterien von seiten der Kommission werden bei der Berechnung allerdings teilweise unterschiedliche Abgrenzungen verwendet, so daß die Zunahme der Staatsverschuldung von dem Wert des öffentlichen Haushaltsdefizits abweichen kann.
- 23 Bei einer nominalen Expansion des Bruttoinlandsproduktes von weniger als 5 vH erfordert die Begrenzung der Schuldenquote auf 60 vH, daß die Defizitquote unter 3 vH gehalten wird. Eine Defizitquote von 2 vH würde beispielsweise gewährleisten, daß sich die Schuldenquote auch dann in Richtung auf einen Wert von unter 60 vH bewegt, wenn die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsproduktes in dem betreffenden Land bei lediglich 3,5 vH liegt (der Quotient aus Defizitquote und BIP-Wachstumsrate beläuft sich in diesem Fall auf rund 57 vH).
- 24 Dieser Zusatz entspräche den Bestimmungen über die Defizitquote, denen zufolge vorübergehende Abweichungen noch nicht eine Verletzung des Kriteriums darstellen.
- 25 Für ein Land mit einer Schuldenquote von 130 vH wie Belgien würde sich diese nach der vorgesehenen Staffel innerhalb von neun Jahren auf 95 vH vermindern. Die restliche Angleichung an den Richtwert von 60 vH wird noch einmal knapp die doppelte Zeit beanspruchen. Allgemein gilt, daß das Tempo der Rückführung der Verschuldungsquote bei niedrigem nominalem BIP-Wachstum tendenziell gering ist: selbst bei stets ausgeglichenem Haushalt würde es für ein Land wie Belgien bei einer nominalen BIP-Expansion von 5 vH rund 16 Jahre dauern, bis der Richtwert von 60 vH erreicht wird, bei einer BIP-Expansion von 4 vH sogar rund 20 Jahre.
- 26 Allerdings ist dieser Rückgang der irischen Schuldenquote nicht so sehr auf eine besonders restriktive Haushaltspolitik zurückzuführen (die Defizitquote lag 1994 ähnlich wie schon 1993 bei 2,3 vH). Ausschlaggebend war vielmehr die kräftige Expansion des irischen Bruttoinlandsproduktes: dieses expandierte 1994 um nominal 9,1 vH (European Commission 1995: Tabelle 4), was nicht zuletzt auf die vorangegangene zehnpromtente Abwertung des Irischen Pfunds im EWS zurückzuführen sein dürfte. Von daher kann der deutliche Rückgang der irischen Schuldenquote kaum als allgemeines Vorbild bezeichnet werden, beruht er doch auf einer Maßnahme, die in einer Währungsunion mit unwiderruflich festen Kursen nicht möglich ist.

Literaturverzeichnis

- De Grauwe, P. (1994). *The Economics of Monetary Integration*. Oxford.
- Deutsche Bundesbank (1992). Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland. *Monatsberichte* 44 (1): 20–29.
- Europäische Kommission (1995). *Grünbuch über die praktischen Fragen des Übergangs zur einheitlichen Währung*. Luxemburg.
- European Commission (1995). *European Economy*. Series A, Economic Trends. No. 4/5. April/ May, Brüssel.
- EWI (Europäisches Währungsinstitut) (1995). *Jahresbericht 1994*. Frankfurt am Main.
- Falk, M., und N. Funke (1995). The Stability of Money Demand in Germany and in the EMS: Impact of German Unification. *Weltwirtschaftliches Archiv* 131 (3): 470–488.
- Giovannini, A. (1991). The Currency Reform on the Last Stage of Economic and Monetary Union: Some Policy Questions. Discussion Paper Series 591. Center for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Goldman Sachs (1995). French Fiscal Policy — How Far Is Paris From Maastricht? French Economic Commentary. Frankfurt 19th September.
- Gros, D., und G. Vandille (1995). Seigniorage and EMU: The Fiscal Implications of Price Stability and Financial Market Integration. *Journal of Common Market Studies* 33 (2): 175–196.
- Hasse, R. H. (1995). Europäische Währungsunion im Spannungsfeld zwischen politischem Wunsch und ökonomischer Stabilität. Discussion Papers in Economic Policy 51. Institut für Wirtschaftspolitik, Universität der Bundeswehr Hamburg.
- Issing, Otmar (1995). Europa: Politische Union durch gemeinsames Geld? In Deutsche Bundesbank *Auszüge aus Presseartikeln*. 11. Juli, Frankfurt am Main.
- Krämer, J.W., und J. Scheide (1994). Geldpolitik: Zurück zur Potentialorientierung. Kieler Diskussionsbeiträge 235. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Kremers, J.J.M., und P.D. Lane (1990). Economic and Monetary Integration and the Demand for Money in the EMS. *IMF Staff Papers* 37: 777–805.
- Lamfalussy, A. (1995). The Harmonisation of Monetary Policy in Europe: What Steps and When? In H. Siebert (Hrsg.), *Monetary Policy in an Integrated World Economy*. In Vorbereitung.
- Lapp, S., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1995). Industrieländer: Pause im Aufschwung. *Die Weltwirtschaft* (3). In Vorbereitung.
- Lehment, H., und J. Scheide (1992). Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Probleme des Übergangs. *Die Weltwirtschaft* (1): 50–67.
- Merrill Lynch (1995). Currency & Bond Market Trends. 7. September, New York.
- OECD (1995). *Economic Outlook*. June. Paris.
- Scheide, J. (1989). On Real and Monetary Causes for Business Cycles in West Germany. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 125 (4): 583–595.

- Scheide, J., und R. Solveen (1994). Monetary Targeting and EMU: Some Empirical Evidence. Paper präsentiert auf dem Workshop „Monetary Integration and Disintegration in Europe: The Case of Slovenia“, Dezember 1994, Ljubljana.
- Schmidhuber, P. (1995). Chancen und Risiken einer Euro-Währung. In Deutsche Bundesbank *Auszüge aus Presseartikeln*. 11. Juli, Frankfurt am Main.
- Siebert, H. (1992). Bedingungen für eine stabile europäische Währung. *Die Weltwirtschaft* (1): 40–49.
- Tietmeyer, H. (1994). Role and Instruments of Monetary Policy. Kieler Vorträge 124. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Walter, N. (1995). Härtere Sanktionen. *WirtschaftsWoche* 17. August: 36–37.
- Willms, M. (1992). *Internationale Währungspolitik*. München.