



## Der Euro wird zehn

### Den Kinderschuhen entwachsen

17. Juni 2008



**Viele Erwartungen, mit denen der Euro 1999 gestartet ist, haben sich erfüllt.** Der Euro erzielte Erfolge bei der Preisstabilität, der Stimulierung von Handel und Investitionen, der Finanzmarktintegration und seiner internationalen Rolle. Enttäuschungen gab es vor allem beim Wachstum und der Erweiterung der EWU.

**Niedrige Inflationsraten bewirkten strukturell niedrigere Zinsen.** Dies hat günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, Verbraucher und den Staat geschaffen und Wachstum und Investitionen im Euroraum stimuliert.

**Der Euro hat die Integration der Finanzmärkte beflügelt und den Weg für große, liquide Finanzmärkte geebnet.** Die Integration ist primär marktgetrieben, wurde aber auch aktiv begleitet durch die Schaffung gemeinsamer rechtlicher Rahmenbedingungen in der EU.

**Die in der Vergangenheit unzureichenden Strukturreformen der großen Länder gefährden den wirtschaftlichen Zusammenhalt der EWU.** Die derzeitige konjunkturelle Verlangsamung dürfte die internen Zentrifugalkräfte verstärken. Verzerrungen der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der EWU – die sich im letzten Jahrfünft kumulierten – müssen korrigiert werden. Ein Auseinanderbrechen der EWU bleibt ein Risiko, freilich mit geringer Wahrscheinlichkeit.

**Der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt hat sich in den guten Zeiten bewährt.** Der Test steht jedoch noch aus. Die Konsolidierung reicht bisher nicht aus, um ohne Budgetprobleme durch eine Konjunkturschwäche zu kommen. Die Herausforderung einer alternden Gesellschaft erfordert Nachhaltigkeit und mehr Qualität der Finanzpolitik.

**Die Erweiterung der EWU seit 1999 ist ernüchternd langsam.** Zumeist fehlt es am politischen Willen der außerhalb der EWU verbliebenen EU-Länder. Dies provoziert auch Fragen nach dem Rahmenwerk der EWU.

**Der Euro macht international Karriere.** Er hat als Handels-, Investitions- und Reservewährung gegenüber dem Dollar aufgeholt, ihn beim Bargeld sogar überholt. Er hat global noch Potenzial. Langfristig wird aber der Dollar die Währung Nr. 1 bleiben. Die Außenvertretung der EWU hat jedoch noch viele Defizite.

**Die Einführung des Euro war die europäische Antwort auf die zunehmende Globalisierung der 90er Jahre.** Der Euro hat die Absorptionfähigkeit bei externen Schocks gestärkt. Der Wegfall der Währungsschranken hat die Integration bei Handel und Investitionen beflügelt. Dennoch ist die EWU noch ein gutes Stück von einem optimalen Währungsraum entfernt.

**Der Aufstieg des Euro wurde durch eine Dekade der Globalisierung bei weltweit starkem Wachstum begünstigt.** Stärkere interne und externe Spannungen sind bei der sich abzeichnenden Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfelds nicht auszuschließen. Die Bewährungsprobe der EWU steht noch aus.

#### Autor

Werner Becker  
+49 69 910-31713  
werner.becker@db.com

#### Editor

Barbara Böttcher

#### Publikationsassistentz

Martina Ebling

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

#### DB Research Management

Norbert Walter

## Gliederung

<b>Einleitung</b> .....	3
<b>I. Interne Bilanz: das Positive überwiegt</b> .....	4
1. EZB wahrte Preisstabilität in schwierigem Umfeld.....	4
2. Unabhängigkeit stärkt Glaubwürdigkeit der EZB .....	5
3. Niedrige Inflationsraten bewirken strukturell niedrigere Zinsen .....	6
4. Positive Impulse für Handel und Investitionen .....	7
5. Katalysator für die Integration der Finanzmärkte .....	9
6. Bankenstrukturen unter Konsolidierungsdruck .....	10
7. Stärkere Absorptionsfähigkeit bei Schocks? .....	11
8. Die Wachstumsbilanz ist bisher nur mittelmäßig .....	13
9. Budgetdisziplin: Fehlende Konsequenz. ....	15
10. Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Länder divergiert .....	16
<b>II. Externe Bilanz: Euro weltweit gefragt, aber Erweiterung stockt</b> .....	18
1. Wechselkurausschläge verändern preisliche Wettbewerbsfähigkeit .....	18
2. Der Euro macht international Karriere .....	19
3. EWU-Erweiterung verläuft im Schnecken tempo .....	21
3.1 Stillstand bei Großbritannien, Schweden und Dänemark .....	21
3.2 Neue EU-Länder: Konvergenz- und politische Hürden.....	22
3.3 Neue, kontroverse Debatte über Konvergenzkriterien.....	23
3.4 Rotationsmodell der EZB ante portas .....	25
<b>III. Economic Governance: Reformen in bewährten Strukturen</b> .....	26
1. Glaubwürdigkeit der EZB ruht auf drei Pfeilern.....	27
2. EZB als Liquiditätsgeber in der Not gefordert .....	29
3. Der SWP verdient eine zweite Chance .....	30
4. Eurogruppe erhält mehr Verantwortung .....	32
5. Grundsätze der Wirtschaftspolitik betonen Strukturreformen .....	34
<b>IV. Ausblick und Empfehlungen für eine bessere Economic Governance</b> .....	35
<b>Anhang</b> .....	40
<b>Quellenverzeichnis</b> .....	42

## Einleitung

### Geburtstag am 1.1.2009

Die Einführung des Euro Anfang 1999 war ein Jahrhundertprojekt und ein Meilenstein der europäischen Integration. Die Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU) gehört zusammen mit dem Europäischen Binnenmarkt und der Osterweiterung zu den großen Integrationsprojekten der EU. Der Euro feiert am 1.1.2009 seinen zehnten Geburtstag. Die EZB als „Hüterin des Euro“ hat ihr zehnjähriges Jubiläum hingegen schon am 1. Juni 2008 begangen. In den ersten drei Jahren seiner Existenz war der Euro nur als Buchgeld und an den Finanzmärkten präsent. Erst mit der Einführung des Bargeldes zum 1.1.2002 wurde er zu einer vollständigen Währung. Für manche Beobachter wird der Euro daher 2009 erst sieben Jahre alt.

### Wirtschaftliche und politische Ziele

Mit der Einführung des Euro wurden wirtschaftliche und politische Ziele verfolgt. Wirtschaftlich gesehen ging es in erster Linie darum, das Wachstum im Binnenmarkt zu stärken, indem Preisstabilität und Budgetdisziplin in Europa dauerhaft verankert, die Planungssicherheit für Handel und Investitionen durch die Eliminierung der Währungsrisiken erhöht und die Finanzierungs- und Anlagebedingungen mit der Schaffung eines großen und liquiden Finanzmarktes nachhaltig verbessert wurden. Ein Ziel der EWU war auch, für mehr Preistransparenz und Wettbewerb im Binnenmarkt zu sorgen. Der Euro diene damit auch der Komplettierung des Binnenmarktes. Ein weiteres Ziel bestand darin, der währungspolitischen Stimme Europas international mehr Geltung zu verschaffen. Zugleich sollte der Euro dem politischen Integrationsprozess neue Impulse verleihen.

### Internationaler Vergleich der Basisdaten 2007

	Einheit	USA	EWU*	Japan	China
Bevölkerung	Mio.	299,8	318,5	127,7	1.321
BIP	Bil. EUR	10,1	8,9	3,2	2,2
Pro-Kopf-Einkommen	Tausend EUR	33,7	27,9	25,1	1,7
Anteil am Welt-BIP (KKP)	%	21,4	14,7	6,6	10,9
Exporte (Waren und Dienstleistungen)	% des BIP	11,9	21,6	17,7	41,9
Importe (Waren und Dienstleistungen)	% des BIP	17	20,9	15,9	33,8
Gesamtstaatlicher Schuldenstand	% des BIP	63,4	66,6	162,5	45
Jährlicher Überschuss/Defizit	% des BIP	-1,2	-0,6	-0,8	-1,3
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,9	0,1	5	9,2

\* Eurowährungsgebiet einschl. Malta und Zypern

Quellen: EZB, IWF, Global Insight

1

### EWU stark in Weltwirtschaft integriert

Mit der EWU ist 1999 ein großer Wirtschafts- und Währungsraum mit internationaler Bedeutung entstanden, der – gemessen am BIP zum laufenden Wechselkurs – nur ein Stück kleiner als derjenige der USA ist. Das Pro-Kopf-Einkommen in den USA liegt dagegen ca. 30% höher als in Euroland. Der Anteil der EWU am Welt-BIP (gemessen in Kaufkraftparitäten) ist mit 14,7% rd. ein Drittel kleiner als im Falle der USA, aber wesentlich größer als bei China (10,9%) und Japan (6,6%). Hingegen ist die EWU im Handel viel stärker in die Weltwirtschaft integriert als die USA und Japan. Nur China weist eine noch stärkere globale Verflechtung auf. Der Dollar dürfte langfristig die bedeutendste Währung der Welt bleiben, gefolgt vom Euro als souveräner Nr. 2. Während der japanische Yen stark an Gewicht als globale Währung eingebüßt hat, dürfte der chinesische Yuan langfristig internationales Potenzial haben.

**Start mit Erwartungen, aber auch Bedenken**

**Euro ist Erfolgsgeschichte**

Der Euro ist 1999 mit großen Erwartungen und Hoffnungen gestartet. Zugleich gab es aber auch vielfach Bedenken und Kritik. Dies war gerade in Deutschland der Fall, wo die D-Mark jahrzehntelang das Stabilitätssymbol schlechthin gewesen ist, das gleichzeitig für Aufstieg und Wohlstand nach dem Zweiten Weltkrieg stand. Eine Reihe von Kritikern – insbesondere auch aus dem angloamerikanischen Bereich – prognostizierte der EWU gar nur eine kurze Lebensdauer. So machte z.B. der ehemalige US-Notenbankpräsident, Alan Greenspan, zunächst aus seiner Euro-Skepsis keinen Hehl: „It will come to existence but it will not live for very long.“

Nach fast zehn Jahren sind jedoch die Skeptiker in vielerlei Hinsicht widerlegt worden. Die EWU hat sich zu einer ausgesprochenen Erfolgsgeschichte entwickelt. Die positiven Erwartungen in puncto Preisstabilität, Stimulierung von Handel, Investitionen und Finanzmarktintegration sowie internationaler Rolle des Euro wurden erfüllt oder gar übertroffen. Auch Alan Greenspan zollte dem Euro schließlich Respekt und Anerkennung, indem er in einem Interview mit der Zeitschrift „Der Stern“ im September 2007 äußerte: It is „absolutely conceivable that the euro will replace the dollar as reserve currency, or will be traded as an equally important reserve currency.“ Andererseits gab es auch Enttäuschungen, vor allem in den Bereichen Wachstum und Erweiterung der EWU.

In der Historie einer Währung sind zehn Jahre allerdings nicht viel. Dennoch möchten wir die wichtigsten Erfahrungen wiedergeben. Wir fragen, welche Rückschlüsse zu ziehen sind und mit welchen Herausforderungen, Chancen und Risiken die EWU derzeit und in den nächsten zehn Jahren konfrontiert sein wird. Dazu gehört auch eine Bewertung der „Economic Governance“, die für das Funktionieren der EWU mit zentraler Geldpolitik und dezentraler Finanz- und Wirtschaftspolitik essenziell ist. Hieraus leiten wir abschließend eine Reihe wirtschaftspolitischer Schlussfolgerungen ab.

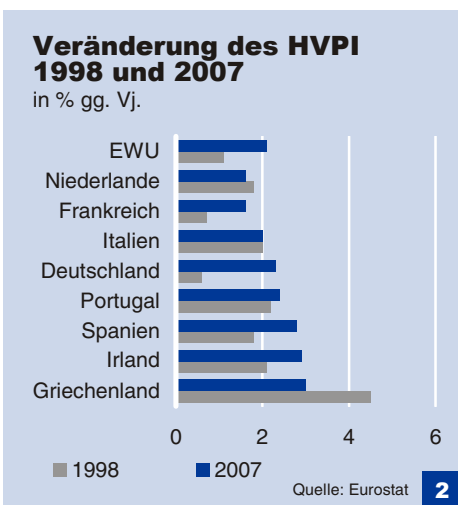
**I. Interne Bilanz: das Positive überwiegt**

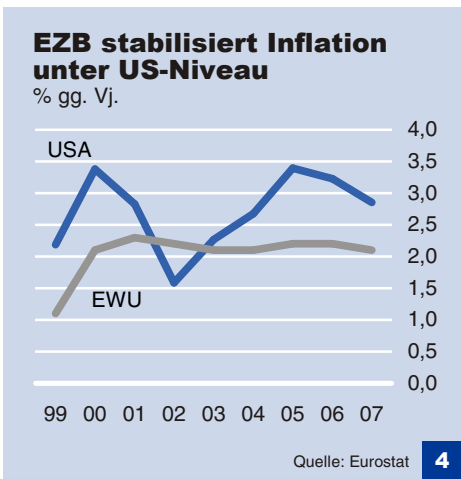
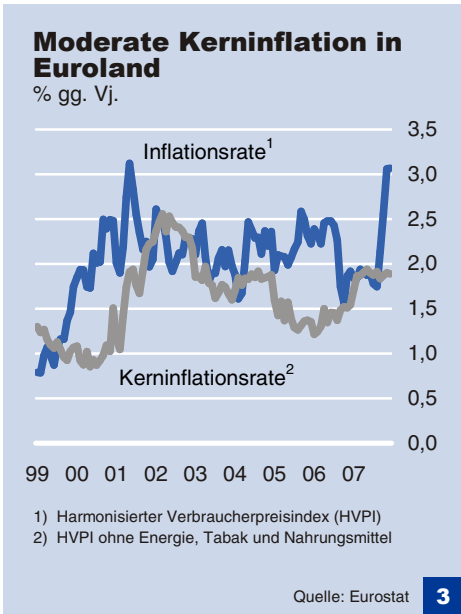
**1. EZB wahrte Preisstabilität in schwierigem Umfeld**

Die EZB hat den klar umrissenen Auftrag, vorrangig das Ziel der Preisstabilität zu verfolgen. Sie soll aber, soweit es mit der Geldwertsicherung zu vereinbaren ist, auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützen. Die Geldpolitik der EZB ist definitionsgemäß auf die Preisstabilität in der Eurozone als Ganzes ausgerichtet, d.h. auf die Belange einzelner Länder kann die Geldpolitik keine Rücksicht nehmen. Maßstab für die Messung der Inflationsrate ist der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI).

Die Stabilitätsbilanz der EZB kann sich im historischen und internationalen Vergleich sehen lassen. Die Inflationsraten in der EWU (und in Deutschland) waren in der Zeit von 1999-2007 mit 2,0% (und 1,6%) im Schnitt deutlich niedriger als während der fünfzigjährigen D-Mark-Periode (2,8%) oder in den USA (2,7%). Niedrigere Inflationsraten wiesen in dieser Periode allerdings Großbritannien (im Schnitt 1,6%) und die Schweiz (0,9%) auf.

Bei der Beurteilung der Stabilitätsbilanz ist freilich zu berücksichtigen, dass Euroland zeitweise erheblichen Inflationsimpulsen ausgesetzt war. So hat sich der Ölpreis im Zeitraum 1999 bis 2008 mehr als verdreifacht. Während in den Jahren 1999/2002 der Inflationsimport aufgrund eines kräftigen Ölpreisanstiegs und des schwachen Euro-Dollar-Wechselkurses die Preisstabilität bedrohte, half der





kräftige Anstieg des Euro-Dollar-Wechselkurses in den Folgejahren, die importierten Preisimpulse aufgrund der Explosion der Öl- und vieler anderer Rohstoffpreise abzufedern.

Monatliche Spitzenwerte erreichte die Inflationsrate in Euroland im Mai 2001 (3,4%) und im März bzw. Mai 2008 (3,6%). Neben der Hausse bei Rohstoff- und Energiepreisen machte sich auch der globale Preisanstieg bei Getreide- und Milchprodukten in 2007/08 bemerkbar. Die Inflationsrate wird sich im weiteren Verlauf zwar zurückbilden, aber die Zielmarke von knapp unter 2% wird 2008 erneut verfehlt werden. Die höheren Preisrisiken im Jahre 2008 sind eine Herausforderung für die EZB. Beunruhigend ist, dass viele Industrie- und Schwellenländer mit steigenden Inflationsraten bei nachlassender Weltkonjunktur konfrontiert sind. Kritiker sehen bereits die Gefahr einer Stagflation wie in den 70er Jahren. Ob es hierzu kommen wird, bleibt aber abzuwarten.

Ungeachtet ihrer primär auf Preisstabilität ausgerichteten Politik war die Geldpolitik der EZB auch durch Flexibilität und Pragmatismus geprägt. Ein Beispiel hierfür ist die Ausrichtung des Preisstabilitätsziels auf mittlere Sicht, d.h. bei vorübergehenden Preissprüngen erfolgt nicht automatisch eine Verschärfung der Geldpolitik. Dies ist erst bei sog. Zweitrundeneffekten der Fall, wenn z.B. temporär höhere Inflationsraten als Maßstab für Lohnabschlüsse verwendet werden. Bisher ist es der EZB gelungen, die mittelfristigen Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu verankern<sup>1</sup>.

Pragmatismus zeigt die EZB bei ihrer Definition von Preisstabilität. Die EZB sieht sowohl in der Inflation als auch in der Deflation eine Gefährdung der Preisstabilität. So hat sie auf die Deflationsdebatte der Jahre 2002/2003 mit niedrigen Leitzinsen und einer Modifizierung ihrer Definition von Preisstabilität reagiert. Während nach der ursprünglichen Definition Preisstabilität gegeben war, wenn die Inflationsrate zwischen 0 und 2% p.a. betrug, ist Preisstabilität gemäß der geänderten Definition dann gegeben, wenn die Inflationsrate mittelfristig unterhalb, aber nahe 2% liegt. Die neue Stabilitätsnorm der EZB wurde nur 1999 (mit 1,1%) deutlich unterschritten, während sie in den Folgejahren mit Inflationsraten zwischen 2% und 2,5% leicht übertroffen wurde. Befürchtungen, dass sich die EWU zu einer Inflationgemeinschaft entwickeln würde, erwiesen sich als unbegründet. Allerdings ist nach der Einführung des Euro-Bargeldes in mehreren EWU-Ländern eine kontroverse Debatte darüber entflammt, ob der HVPI die Inflationsrate noch korrekt misst, da die von den Bürgern wahrgenommene Inflationsrate die tatsächliche Rate zeitweise stark übertroffen hat (zur „Teuro“-Debatte s. Anhang). Die amtliche Preisstatistik basiert aber auf verlässlichen Methoden, die international gebräuchlich sind und sich bewährt haben.

## 2. Unabhängigkeit stärkt Glaubwürdigkeit der EZB

Neben dem klaren Mandat und der guten Stabilitätsbilanz hat die Unabhängigkeit maßgeblich dazu beigetragen, dass die EZB als neue Institution alsbald ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit an den Finanzmärkten und bei weiten Teilen der Bevölkerung erlangen konnte. Auch künftig dürfte die Unabhängigkeit eine tragende Säule der EWU sein. Die Verankerung im EU-Vertrag sieht eine

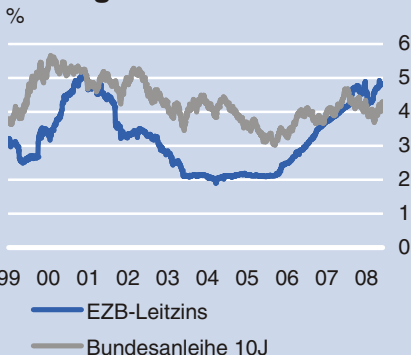
<sup>1</sup> Bei der Ermittlung der langfristigen Inflationserwartungen greift die EZB vor allem auf inflationsindexierte Anleihen und die Ergebnisse des quartalsweise erhobenen ECB Survey of Professional Forecasters zurück.

**Globalisierung und Inflation: Auf den Nettoeffekt kommt es an**

Die Globalisierung wirkt – vom Wechselkurs einmal abgesehen – über zwei gegenläufige Einflüsse auf die Inflationsentwicklung im Eurogebiet. Die Importe von Verbrauchsgütern aus Niedriglohnländern (wie z.B. Textilien und Spielzeug aus China) schlugen jahrelang Preis senkend zu Buche. So stieg die EWU-Importquote bei Verbrauchsgütern aus Niedriglohnländern von einem Drittel im Jahre 2000 auf fast 50% im Jahre 2007, wobei die EZB die hieraus resultierende Senkung der Importpreise im verarbeitenden Gewerbe der EWU auf durchschnittlich etwa zwei Prozentpunkte p. a. veranschlagt. Preis treibend wirkt hingegen der Anstieg der Öl- und (Agrar-)Rohstoffpreise, der sich aufgrund des kräftigen Nachfragewachstums der dynamischen Schwellenländer in Asien und anderswo ergeben hat. Der Nettoeffekt war seit 1999 jahrelang positiv. Ab 2002 wurden importierte Inflationsimpulse auch durch den tendenziellen Anstieg des Euro-Wechselkurses gedämpft.

Die anhaltende Wachstumsdynamik der Schwellenländer hat in der Zwischenzeit auch zu einem globalen Nachfrageanstieg bei Nahrungsmitteln geführt, die im Jahresverlauf 2007 weltweit Preissteigerungen v. a. bei Milch- und Getreideprodukten ausgelöst und auch zum Inflationsanstieg im Eurogebiet beigetragen hat (auf 3,6% im März bzw. Mai 2008, was die höchste Monatsrate seit 1999 darstellt). Angesichts steigender Preise für Agrarrohstoffe, bei denen auch noch die energetische Verwendung hinzukommt, ist zu vermuten, dass der Preis stabilisierende Effekt der Globalisierung nachlässt und der Nettoeffekt auf die Preise sogar ins Negative umgeschlagen könnte und das bei einem deutlich gestiegenen Euro-Wechselkurs. Dies ist allerdings statistisch nur schwer zu belegen. Die EZB ist aber 2008 – auch aufgrund der Globalisierung – mit deutlich höheren Preisrisiken konfrontiert.

**Niedrige Nominalzinsen**



Quellen: EZB **6**

personelle, operationale, institutionelle und finanzielle Unabhängigkeit des EZB-Rates<sup>2</sup> vor.

Die Sicherung der Unabhängigkeit der EZB im Tagesgeschäft war keineswegs selbstverständlich, denn es gab zahlreiche Angriffe auf die Unabhängigkeit, vor allem von Seiten der Politik. Die Tatsache, dass die EWU-Länder den Maastricht-Grundsätzen Anfang der 90er Jahre zugestimmt haben, hat spätere Regierungen nicht davon abgehalten, immer wieder einmal Einfluss auf die Zins- und Wechselkurspolitik der EZB nehmen zu wollen. Ein Beispiel war die heftige EZB-Kritik des französischen Präsidenten Sarkozy im Jahre 2007 verbunden mit der alten Forderung Frankreichs, eine Wirtschaftsregierung als Gegengewicht zur EZB ins Leben zu rufen. Auch der Präsident der Euro-Gruppe der EWU-Wirtschafts- und Finanzminister, Jean-Claude Juncker, hat nach seiner Ernennung Anfang 2005 wiederholt versucht, die EZB für eine engere Vorabkoordinierung der Geldpolitik mit der Fiskalpolitik in der EWU zu gewinnen, obwohl dies im Widerspruch zur Unabhängigkeit steht. Die EZB beharrte erfolgreich auf ihrer Unabhängigkeit.

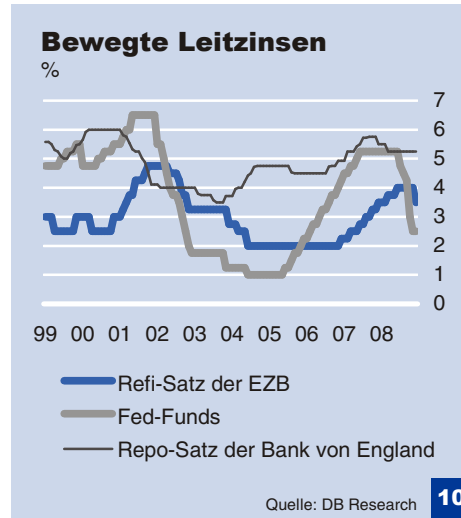
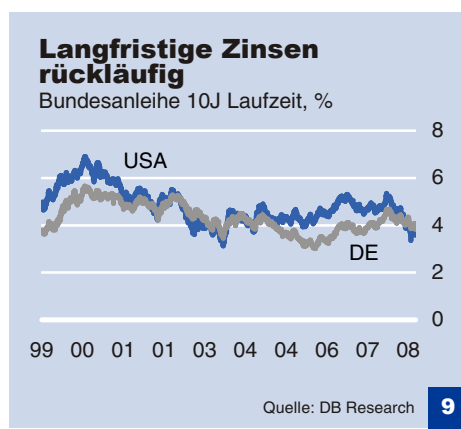
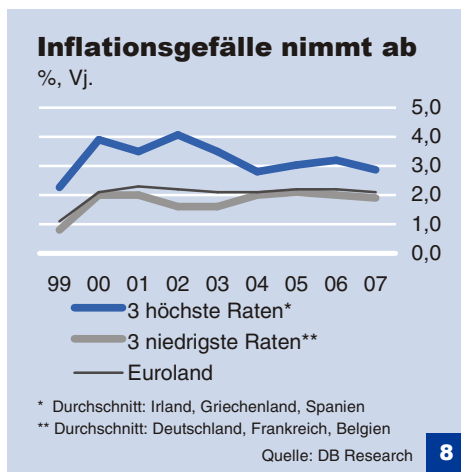
**3. Niedrige Inflationsraten bewirken strukturell niedrigere Zinsen**

Die Tatsache, dass die EZB an den Märkten relativ rasch Glaubwürdigkeit gewinnen und die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau verankern konnte, hat maßgeblich zu den niedrigen Zinsen an den Geld- und Kapitalmärkten der Eurozone seit 1999 beigetragen. Auch die Entwicklung großer und liquider Finanzmärkte in der EWU – z.B. für Staatsanleihen – und das zunehmende Engagement internationaler Investoren in der neuen Währung Euro dürften tendenziell zinsdämpfend gewirkt haben. Zudem entfiel gegenüber dem früheren Regime nationaler Währungen die von den Märkten verlangte Zinsrisikoprämie für die Verteidigung des Wechselkurses gegenüber der damaligen Ankerwährung D-Mark.

Nachdem die Zinsen der früheren Hochzinswährungen bereits im Vorfeld der EWU in Richtung der niedrigen Zinsen der D-Mark konvergiert waren, lagen die Nominalzinsen des Euro in den ersten zehn Jahren der Währungsunion im Schnitt deutlich unter dem Niveau der DM-Zinsen der Jahre von 1989 bis 1998. Während die Zinsen am Geldmarkt in der gesamten Währungsunion seit 1999 einheitlich sind, blieben die Differenzen zwischen den langfristigen Zinssätzen in den Teilnehmerländern relativ gering. Beispielsweise lagen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen der EWU-Partnerländer Deutschlands meist deutlich weniger als 50 Basispunkte über denjenigen der Bundesanleihen, die innerhalb der EWU z.B. im Zehnjahresbereich als Benchmark dienen.

Relativ niedrige Zinsen schafften günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, Verbraucher und den Staat. Dies hat Wachstum und Investitionen im Euroraum stimuliert. Hiervon profitierten vor allem die ehemaligen Hochzinländer wie z.B. Italien, Spanien und Irland. Begünstigt waren aber nicht nur die öffentlichen Haushalte, deren Zinsbelastung stark sank. Die Zinskonvergenz hat es z.B. einem Land wie Italien überhaupt erst ermöglicht, die finanzpolitischen Konvergenzkriterien für den Beitritt zur EWU zu erfüllen. Auch die Unternehmen konnten Finanzierungskosten sparen. Die

<sup>2</sup> Sechs Direktoriumsmitglieder plus zunächst 11, heute 15 nationale Notenbankpräsidenten. Die Direktoriumsmitglieder haben die einmalige Amtszeit von acht Jahren, die nationalen Notenbankpräsidenten eine Amtszeit von 5 Jahren mit einmaliger Verlängerungsmöglichkeit.



Verbraucher kamen schließlich in den Genuss relativ günstiger Finanzierungskosten, z.B. für den Erwerb von Wohneigentum. Deswegen ungeachtet gab es aber auch Kritik an einer Reihe von Begleiterscheinungen niedrigerer Zinsen im Euroraum.

*Erstens* wird argumentiert, dass die relativ niedrigen Zinsen zum Entstehen einer Immobilienblase in einigen Ländern beigetragen hätten. Überhitzte Immobilienmärkte hat es im Zuge niedrigerer Zinsen seit 1999 z.B. in Spanien, Frankreich und den Niederlanden gegeben. Die Geldpolitik muss derartige Vermögenseffekte im Auge behalten, weil diese z.B. die Konsumnachfrage ankurbeln und die Sparquote reduzieren können, während ein Platzen der Blase einen Konjunkturerinbruch auslösen oder verstärken kann. Der Spielraum der EZB, der Bildung von Blasen in einzelnen Ländern vorzubeugen, ist aber sehr begrenzt. Einerseits betreibt die EZB nur Geldpolitik für die gesamte EWU. Andererseits können Überhitzungen am Immobilienmarkt eines Landes auch andere Ursachen haben, wie z.B. die günstigen fiskalischen Bedingungen im Falle Spaniens.

*Zweitens* wird kritisiert, dass die Renditespreads für Staatsanleihen der EWU-Länder zu gering seien und damit die Unterschiede in der Qualität der Wirtschafts- und Finanzpolitik nur unzureichend zum Ausdruck kämen. Da schlechte Politik von den Märkten nicht durch höhere Zinsen und Spreads „bestraft“ wird, sind die Anreize für eine gute Wirtschaftspolitik verzerrt. In der Tat ist die Interpretation der Non-Bail-Out-Klausel des Maastricht-Vertrages durch die Märkte ein Kuriosum. Danach dürfen Länder, die sich in einer finanzpolitischen Notlage befinden, nicht durch Stützungsmaßnahmen der EWU-Partnerländer herausgepackt werden. Allerdings glauben die Märkte nicht an die Einhaltung der Non-Bail-Out-Klausel und gehen davon aus, dass innerhalb der EWU angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtung im Notfall doch gegenseitige Hilfe geleistet werden würde. Ob dies allein auch erklärt, dass Deutschland und Frankreich in der Phase übermäßiger Budgetdefizite von 2002-2005 keine höheren Zinsen für die Emission ihrer Staatsanleihen zahlen mussten als finanzpolitisch solide EWU-Länder, darf angesichts ihrer Größe eher bezweifelt werden.

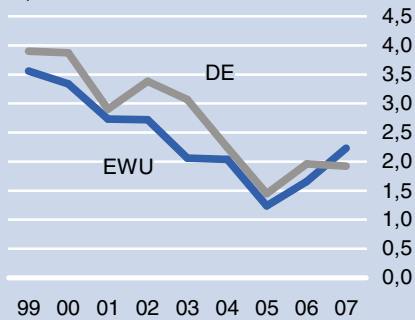
*Drittens* wird von einigen Kritikern eingewandt, dass der nominale Zinsvorteil der D-Mark, den Deutschland vor der Euroeinführung gegenüber den Partnerländern in Europa besaß und im Wesentlichen der Reputation der Bundesbank zu verdanken war, höher zu veranschlagen ist als der Zinsvorteil, den Deutschland seit 1999 in der EWU genießt. Dieser Vergleich ist nicht unproblematisch, da ein relativer Vorteil vor der EWU mit einem absoluten Vorteil nach dem Start der EWU verglichen wird. Entscheidend für die Investitionen in Deutschland sind aber die Realzinsen und die sind seit 1999 über den gesamten Laufzeitbereich gesunken. Die kurzfristigen Realzinsen fielen bis 2005 auf den niedrigsten Stand seit 30 Jahren und waren vorübergehend sogar leicht negativ. Auch die langfristigen Realzinsen gingen zu Beginn der EWU zurück und bewegten sich seit 1999 mit 1-2 Prozentpunkten unter denjenigen der letzten zehn DM-Jahre (2-4 Prozentpunkte). Tatsache ist jedoch, dass die niedrigeren Zinsen in den europäischen Partnerländern das Wachstum angeregt haben, was auch den deutschen Exporten zugute kam.

#### 4. Positive Impulse für Handel und Investitionen

Mit der Einführung des Euro sind die währungsbedingten Umtauschkosten und Wechselkursrisiken für Unternehmen im Euroraum entfallen. Dies hat die Planungssicherheit der Unternehmen im Handel und bei Investitionen im Euroraum erhöht. Der BDI schätzt

### Rückgang der langfristigen Realzinsen

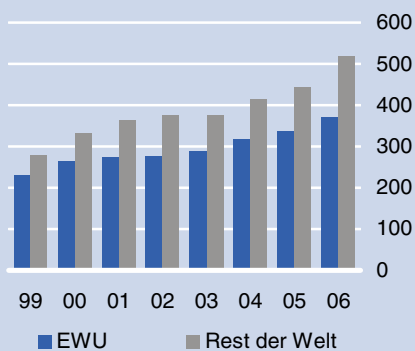
%, Bundesanleihe 10 J.



Quelle: Eurostat **11**

### Exporte Deutschlands

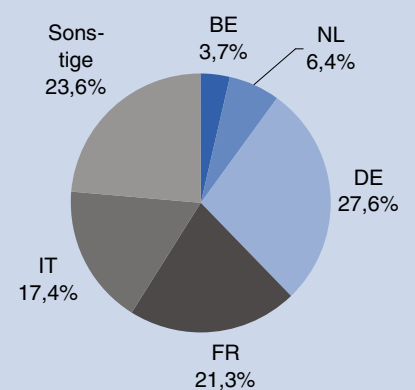
Mrd. EUR



Quelle: Eurostat **12**

### Anteil am BIP von Euroland

2006



Quelle: Eurostat **13**

z.B., dass der eurobedingte Wegfall der Transaktions- und Absicherungskosten die Unternehmen in Deutschland im Schnitt und p.a. um 1/2% ihres Außenhandelsumsatzes entlastet. Für die Mitgliedsländer der EWU ist der Handel innerhalb der EWU sehr bedeutsam, weil gut die Hälfte der Aus- und Einfuhren von Waren innerhalb des Euroraums abgewickelt werden. Dabei ist der Anteil der EWU am Außenhandel Deutschlands deutlich geringer als derjenige der meisten übrigen EWU-Länder; er beträgt bei den Importen knapp 40% und bei den Exporten fast 43%.

Die Erwartungen, dass der Euro den Intra-EWU-Handel stimulieren würde, haben sich weitgehend erfüllt. So ist der Anteil des Intra-EWU-Handels am BIP der EWU von rund 27% im Jahre 1999 auf etwa 32% in 2006 gestiegen. Der Handel schaffende Effekt war allerdings nur in den Jahren 1999 und 2000 ausgeprägt. Dies deutet darauf hin, dass der Euro einen Niveaueffekt, aber keine dauerhaft größere Exportdynamik zwischen den EWU-Partnerländern ausgelöst hat. In verschiedenen Studien zum Intra-EWU-Handel wird das Ausmaß des eurobedingten Handelszuwachses zwischen knapp 3 und fast 30% veranschlagt. Diese große Spannweite ist u.a. damit zu erklären, dass bei der Analyse von Handelseffekten des Euro nur schwer ermittelt werden kann, welcher Zuwachs auf den Euro und welcher Zuwachs auf andere Faktoren zurückzuführen ist.

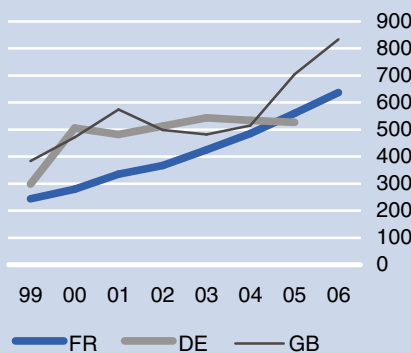
Interessant ist allerdings, dass die Exporte der EWU-Länder mit dem Rest der Welt im gesamten Zeitraum 1999 bis 2006 sogar noch stärker expandierten als der Intra-EWU-Handel. Dies zeigt, dass Globalisierung, Deregulierung und das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft – insbesondere die Dynamik der neuen EU-Staaten und der asiatischen Schwellenländern – stärker zur steigenden internationalen Handelsverflechtung der EWU beigetragen haben als der Euro. Dass die EWU-Länder ihre Exporte in Drittländer kräftig ausweiten konnten, obwohl der Euro-Wechselkurs zum Dollar seit 2003 kräftig stieg, hängt auch mit veränderten Fakturierungsgewohnheiten und vorausschauenden Absicherungsmaßnahmen der Unternehmen zusammen. So werden bei mehreren EWU-Ländern 45% bis 65% der Drittlandexporte in Euro abgewickelt, in Deutschland sogar 80%. Den wechselkursbedingten Druck auf die Margen im Exportgeschäft hat dies aber nur sehr bedingt abfedern können.

Handel und Direktinvestitionen haben oft die Eigenschaft, sich im wirtschaftlichen Integrationsprozess gegenseitig zu verstärken. Daher war mit der Einführung des Euro und dem Wegfall der Währungsrisiken vielfach auch die Erwartung verbunden, den „Standort EWU“ für Direktinvestitionen stärken zu können. Anders als bei den Analysen zum Handel gibt es bisher aber kaum Untersuchungen zum Einfluss der EWU auf den Zufluss von Direktinvestitionen. Gemäß der Statistik von Eurostat haben die Zuflüsse bei Direktinvestitionen in die EWU seit 1999 kräftig zugenommen: Die Bestände der Direktinvestitionen in der EWU sind von 23,4% des BIP in 2001 auf rund 31% in 2006 gestiegen. So gesehen haben sich die Erwartungen also erfüllt. Doch darf man hieraus nicht den Schluss ziehen, dies sei allein mit der Einführung des Euro zu erklären, denn die Vorzüge des Euro sind nur ein Entscheidungsfaktor unter mehreren. Das verdeutlicht das Beispiel Großbritannien, das in diesem Zeitraum einen stärkeren Zufluss an Direktinvestitionen als der Euroraum verzeichnete, ohne der Währungsunion beigetreten zu sein. Freilich hat Großbritannien durch die kräftige Abwertung des Pfund Sterling in den Jahren 2007/08 seine Wettbewerbsposition gegenüber dem Euroraum verbessert.



### Direktinvestitionen steigen

Bestände in Mrd. EUR



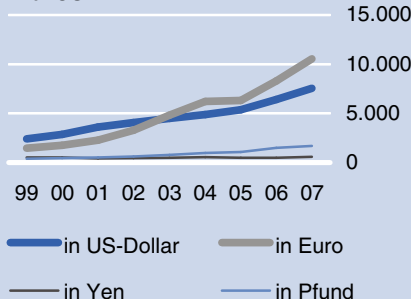
Quelle: Eurostat **14**

### Der FSAP wird umgesetzt

Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan) umfasst 42 Einzelmaßnahmen, die eine Harmonisierung der Regeln im Wertpapierhandel, bei Banken und Versicherungen, bei der Altersversorgung und anderen Finanzdienstleistungen zum Ziel haben. Er umfasst vor allem die Wertpapier- und Wholesale-Märkte. Beispiele für verabschiedete Rechtsnormen auf der EU-Ebene sind die (überarbeitete) Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen, die Investmentbanken EU-weites Operieren ermöglicht, die Prospekt-richtlinie, die EU-weite Kapitalbeschaffungsmaßnahmen auf der Basis eines einzigen Prospekts erlaubt, sowie die Marktmissbrauchsrichtlinie, die darauf abzielt, Missbräuchen an den EU-Finanzmärkten in Gestalt von Insiderhandel und Marktmanipulationen entgegenzuwirken bzw. sie zu ahnden. Die meisten Einzelmaßnahmen wurden bis 2005 abgearbeitet und werden seither umgesetzt. Hingegen ist eine Richtlinie zur EU-weiten Übertragbarkeit von Pensionsansprüchen derzeit noch in Beratung.

### Euro treibt Wachstum der int. Anleihenbestände

Mrd. USD



Quelle: BIZ **15**

## 5. Katalysator für die Integration der Finanzmärkte

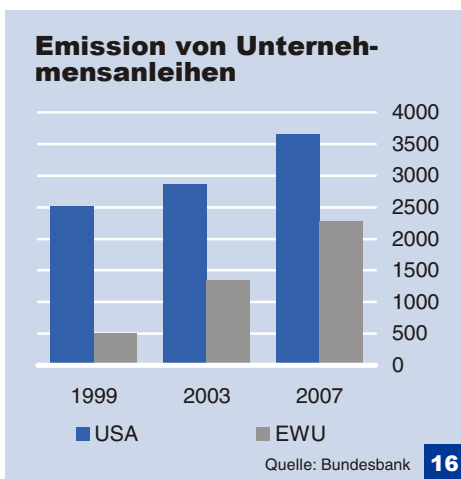
Die Einführung des Euro hat die Integration der Finanzmärkte in Europa vorangetrieben und war Katalysator für Strukturveränderungen. Allerdings war der Euro nur eine – wenn auch wichtige – Einflussgröße für das Zusammenwachsen der Finanzmärkte in Europa in den vergangenen zehn Jahren. Daneben spielten auch andere Faktoren, wie die fortschreitende Liberalisierung und Harmonisierung der Finanzmarktregeln in der EU, die Globalisierung der Finanzbeziehungen sowie die enormen Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie, eine bedeutende Rolle.

Die Schaffung effizienter Finanzmärkte ist ein essenzieller Teil der Vollendung des Europäischen Binnenmarktes. Konsequenterweise wurde die Finanzmarktintegration seit 1999 als ein wichtiges politisches Ziel angesehen. Die Integration der Finanzmärkte ist primär marktgetrieben. Sie erfordert aber eine aktive Begleitung durch gemeinsame rechtliche Rahmenbedingungen in der EU, um die vielen Barrieren zwischen den nationalen Finanzmärkten der 27 EU-Staaten zu überwinden und ein „Level playing field“ für die Finanzmarktakteure zu schaffen. Die rechtlichen Rahmenbedingungen betreffen die EU als Ganzes und gehen damit über das Euro-Währungsgebiet hinaus. Ein Meilenstein der Finanzmarktintegration war der „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ (FSAP) von 1999.

Die Schaffung effizienter Finanzmärkte ist auch deshalb erstrebenswert, um einige Vorteile des Euro auf die reale Wirtschaft zu übertragen. Generell profitieren nicht nur die Finanzindustrie und ihre Kunden von gut funktionierenden Finanzmärkten, sondern auch die gesamte Volkswirtschaft, da Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit durch die effiziente Bereitstellung von Finanzdienstleistungen gestärkt werden. So kommen verschiedene Studien zum Ergebnis, dass eine erfolgreiche Finanzmarktintegration eine Erhöhung des BIP der EU um 0,5 bis 1,1 Prozent bewirken kann. Der mikroökonomische Vorteil für die Kunden besteht v.a. in der Verfügbarkeit einer breiteren Palette von Produkten und Dienstleistungen zu günstigen Konditionen sowie in liquiden Märkten.

Verschiedene Vorteile für die Investoren resultieren aus dem Umstand, dass der Euro den Wettbewerb und die Markttransparenz an den Euro-Finanzmärkten erhöht hat. So kann der Anleger seit der Umstellung der Finanzmärkte auf den Euro im Jahre 1999 Preise und Renditen für Finanzmarktprodukte in Euro-land unmittelbar vergleichen. Das Anlageuniversum ohne Währungsrisiko hat sich auf die gesamte Währungsunion erweitert. Dies hat in den vergangenen Jahren zu verstärkten grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen geführt. So haben z.B. deutsche Investoren ihre ausländischen Wertpapieranlagen in Euro von 1999 bis September 2007 auf knapp 600 Mrd. Euro kräftig aufgestockt. Dies entspricht etwa dem Dreieinhalbfachen des Bestandes von 1999. Gemäß einer Analyse der EZB haben Banken<sup>3</sup> im Euroraum den Anteil ihrer Anlagen in langfristigen Schuldverschreibungen in anderen EWU-Ländern von 10% Ende der 90er Jahre auf fast 60% Ende 2005 ausgeweitet. Die Diversifizierung von Wertpapieranlagen aus dem nationalen Finanzmarkt in die Märkte der anderen EWU-Länder hat die Fokussierung auf den Heimatmarkt („Home bias“) spürbar reduziert.

<sup>3</sup> Monetary Financial Institutions (MFI) in der Abgrenzung der EZB.



### Aktienmärkte: Weitere Integrations-schritte notwendig

### Retailmarkt noch stark fragmentiert

Die Integrationsfortschritte der verschiedenen Finanzmarktsegmente – vor allem der Devisen-, Geld-, Anleihe- und Aktienmärkte – sind allerdings recht unterschiedlich ausgefallen. Der Devisenmarkt war ab dem ersten Handelstag der Währungsunion voll integriert. Ein liquider Geldmarkt (Interbankenmarkt) mit einheitlichem Zinssatz wurde ebenfalls bereits zu Beginn der EWU etabliert. Das war notwendig, um für eine reibungslose und marktnahe Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik der EZB zu sorgen.<sup>4</sup>

Beachtliche Integrationsfortschritte wurden auch an den Anleihemärkten erzielt, deren Breite und Tiefe kräftig zugenommen hat. Der Gewinn an Marktbreite kommt in einer größeren Vielfalt von Finanzierungs-, Anlage- und Absicherungsinstrumenten zum Ausdruck. Während der Markt für Staatsanleihen der EWU-Länder komplettiert wurde, sind andere Segmente stark ausgeweitet bzw. neu etabliert worden. Die Emissionen von Unternehmensanleihen sind kräftig expandiert. Der Pfandbriefmarkt wuchs merklich, weil dieses Segment in einer Reihe von EWU-Ländern erst aus der Taufe gehoben wurde und von boomenden Immobilienmärkten profitierte, z.B. in Frankreich und Spanien. Schließlich wurde die Produktpalette am Bondmarkt durch CRT-Produkte<sup>5</sup> wie Kreditderivate und CDO<sup>6</sup> ergänzt. Allerdings sind die Handels- und Emissionsaktivitäten an den Märkten für CRT-Produkte, Pfandbriefprodukte und Unternehmensanleihen im Zuge der von den USA ausgehenden Subprimekrise seit August 2007 stark in Mitleidenschaft gezogen worden.

An den Aktienmärkten ist ebenfalls einiges geschehen, jedoch blieben die Integrationsfortschritte hier vergleichsweise bescheiden. Positiv ist, dass die Einführung neuer europäischer Aktienindizes die Messung der Performance erleichtert und die europaweite Diversifizierung von Aktienanlagen spürbar zugenommen hat. Die Währungsunion hat dazu geführt, dass sich der Anlagefokus bei Aktienanlagen von der Länderorientierung hin zu einer stärkeren Branchenausrichtung verlagert hat. Die Vergleichbarkeit von Aktien in Europa wurde auch dadurch verbessert, dass börsennotierte Unternehmen in der EU seit 2005 verpflichtet sind, nach IAS/IFRS<sup>7</sup> zu bilanzieren, d.h. eine kapitalmarktorientierte Rechnungslegung vorzulegen. Dennoch sind die Aktienmärkte auch fast zehn Jahre nach dem Start der EWU noch recht stark fragmentiert. Die Unterschiede in der Besteuerung und des Rechtsrahmens stellen noch ein beträchtliches Integrationshemmnis dar.

## 6. Bankenstrukturen unter Konsolidierungsdruck

Im Retail Banking ist die Integration im Vergleich zu anderen Marktsegmenten am wenigsten ausgeprägt. Finanzdienstleistungen im Privatkundengeschäft werden immer noch weit überwiegend über inländische Vertriebskanäle angeboten. So sind Kunden mit einer herkömmlichen Bedarfsstruktur nur in begrenztem Maße in der Lage und geneigt, Finanzdienstleistungen von einem ausländischen Anbieter zu erwerben, es sei denn, dieser hat im Inland eine Präsenz aufgebaut. Dies dürfte mit den unterschiedlichen Kulturen in den

<sup>4</sup> Hierzu hat TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) maßgeblich beigetragen. Es ist das (Großbetrags-) Zahlungsverkehrssystem der EZB und der der EWU angehörenden nationalen Zentralbanken für die Echtzeit-Abwicklung von Zahlungen. Dabei handelt es sich um einen Verbund unterschiedlicher nationaler Systeme. Dieser wird sukzessive von TARGET2 abgelöst, das auf einer einheitlichen Plattform betrieben wird.

<sup>5</sup> CRT steht für Credit risk transfer.

<sup>6</sup> CDO steht für Collateralised debt obligations.

<sup>7</sup> International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards, die u. a. Regeln für die externe Berichterstattung von Unternehmen aufstellen.

**Mehr grenzüberschreitende Konsolidierung erforderlich**

EWU-Ländern und Informationsdefiziten über ausländische Anbieter zusammenhängen, vor allem aber damit, dass das grenzüberschreitende Angebot von Bankdienstleistungen aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Grundlagen (u.a. Verbraucherschutz) weder aus Sicht der Anbieter noch der Konsumenten attraktiv ist.

Für die Banken hat die Einführung des Euro gleichwohl eine Intensivierung des Wettbewerbs und eine Reihe von Strukturveränderungen herbeigeführt.<sup>8</sup> Der erhöhte Wettbewerbsdruck hat die Konsolidierung im Bankensektor vorangetrieben.<sup>9</sup> Die Anzahl der Kreditinstitute in Euroland (EWU-12) ist seit dem Start der EWU um 27% auf 6.130 Ende 2006 gesunken. Dieser Rückgang beruht aber primär auf Fusionen kleiner und mittlerer Banken auf der nationalen Ebene, z.B. in Deutschland im Bereich der Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Dennoch ist der Konzentrationsgrad der nationalen Bankenmärkte weiterhin sehr unterschiedlich. Während in Belgien, den Niederlanden und in vielen neuen EU-Ländern die fünf größten Banken einen Marktanteil von 80% und mehr haben, ist der Marktanteil in Deutschland mit etwa 22% der niedrigste in Euroland. Die künftige Konsolidierung des europäischen Bankenmarktes muss also weiterhin Länder wie Deutschland, aber auch vermehrt grenzüberschreitende Aktivitäten einschließen.

**Neue Trends im EU-weiten Retail-Banking**

Es sind allerdings einige Tendenzen absehbar, die für eine Intensivierung pan-europäischer Retailstrategien sprechen. So bildet sich erstens ein Kundensegment mit einer zunehmend internationalen Nachfrageorientierung heraus. Zweitens wird der kontinuierliche Bedeutungsgewinn direkter Vertriebskanäle das grenzüberschreitende Bankgeschäft mittelfristig stark forcieren. Drittens stellt die Expansion ins europäische Ausland für Retailbanken die einzig ernsthafte Wachstumsperspektive dar – angesichts limitierter Expansionsmöglichkeiten auf den Heimatmärkten. Schließlich wird die Vielzahl der regulatorischen Vorhaben auf EU-Ebene der Integration der Privatkundenmärkte einen Schub verleihen.

Nach Abschluss des FSAP wird auf EU-Ebene über die künftigen Maßnahmen zur Integration der Finanzmärkte Europas diskutiert. Weitere Reform und Liberalisierungsschritte sind notwendig, vor allem noch in den Bereichen Retailbanking<sup>10</sup>, professionelle Vermögensverwaltung<sup>11</sup> und Europäisierung der Aufsichtsstrukturen<sup>12</sup>.

**7. Stärkere Absorptionsfähigkeit bei Schocks?**

Die Schaffung der EWU mit einem großen, zunehmend integrierten Finanzmarkt wirft natürlich auch die Frage auf, ob und wie sich hierdurch die Absorptionsfähigkeit der Eurozone bei externen oder internen Schocks verändert bzw. verbessert hat. Dies hat auch des-

<sup>8</sup> Einige Geschäftsfelder der Banken sind entfallen (wie z.B. der Devisen- und Sortenhandel in Teilnehmerwährungen), während sich bei anderen Geschäftsbereichen die Strukturen und die Rahmenbedingungen verändert haben (z.B. bei Anleiheemissionen). Die Vorbereitung auf den Euro war für die Banken zwar sehr kostspielig, aber auch mit einer Reihe von praktischen Vorteilen verbunden. So war die Einführung des Euro für viele Banken eine Art Fitnessprogramm, weil sie z.B. mit einer Modernisierung der EDV-Systeme einherging.

<sup>9</sup> Jan Schildbach (2008). Banken in Europa: Die stille (R)Evolution. Entscheidend sind die letzten 10 Jahre, nicht 10 Monate. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 54. Frankfurt am Main.

<sup>10</sup> Raimar Dieckmann (2006). EU-Retail Banking, Fortsetzung der europäischen Finanzmarktintegration. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 34. Frankfurt a.M.

<sup>11</sup> Raimar Dieckmann, Nikolaus Dominik Neundörfer, Immo Westphal (2006). EU-Asset Management. Der Weg zum europäischen Binnenmarkt für Investmentfonds. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 37. Frankfurt a.M.

<sup>12</sup> Norbert Walter, Bernhard Speyer (2007). Plädoyer für eine Europäisierung der Finanzaufsicht. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 48. Frankfurt a.M.

halb Gewicht, weil ungeachtet der großen Integrationsfortschritte vielerorts kritisiert wird, die EWU erfülle nicht die Voraussetzungen eines optimalen Währungsraums und sei deshalb bei Schocks Spannungen ausgesetzt, die die Konjunktur- und Beschäftigungsrisiken innerhalb der Währungsunion erhöhen würden.

### **EWU ist kein optimaler Währungsraum**

In der Theorie liegt ein optimaler Währungsraum<sup>13</sup> dann vor, wenn die teilnehmenden Volkswirtschaften die folgenden Voraussetzungen erfüllen: einen hohen Grad an Konvergenz (z.B. bei Wachstums- und Inflationsraten) sowie an Offenheit und Integration im Außenhandel (Ex- und Importen im Verhältnis zum BIP), ähnliche Wirtschaftsstrukturen, flexible Faktorpreise bei Arbeit und Kapital sowie hohe Mobilität der Arbeitskräfte. In der Praxis würde es wahrscheinlich – selbst in nationalen Grenzen – überhaupt keine Währungsunion geben, wenn alle Bedingungen gleichzeitig voll erfüllt sein müssten. Die EWU wurde aus der Taufe gehoben auf der Basis eines hohen Maßes an Konvergenz<sup>14</sup>, einer großen Offenheit und einer sehr engen wirtschaftlichen Verflechtung. Gleichzeitig war und ist festzustellen, dass die EWU in einigen wichtigen Bereichen ein gutes Stück von einem optimalen Währungsraum entfernt ist, vor allem hinsichtlich flexibler Faktorpreise für Arbeit und Kapital sowie der Mobilität des Faktors Arbeit, die z.B. Deutschland für Arbeitskräfte aus den neuen EU-Länder bis 2011 beschränkt. Andererseits hat – wie erwähnt – der Wegfall der Währungsschranken die weitere Integration bei Handel und Investitionen beflügelt.

### **Absorption von Schocks über mehrere Kanäle**

Bei der Beurteilung der Frage der Absorptionsfähigkeit kann zwischen folgenden Kanälen unterschieden werden: Kapitalmärkte, Kreditmärkte, Budgetpolitik sowie der Arbeitsmarkt. Eine langfristige Untersuchung für die USA über 27 Jahre hat gezeigt, dass die Kapitalmärkte etwa 39% der Auswirkungen eines externen Schocks auf das BIP auffangen, die Kreditmärkte 23% und die Budgetpolitik 13%, wobei 25% überhaupt nicht zurechenbar sind. Für Euroland liegt eine vergleichbare Untersuchung leider noch nicht vor. Dennoch sind hier einige grundsätzliche Überlegungen zweckmäßig, denn gerade in der Zeit seit 1999 gab es eine Reihe von Ereignissen, bei denen die Absorptionsfähigkeit der Finanzmärkte, der Budgetpolitik und der Arbeitsmärkte gefordert war. So konnte Euroland negative externe Schocks auf der Nachfrageseite wie z.B. die Schwächung der US-Konjunktur durch das Platzen der New Economy-Blase im Jahre 2000 und den 11. September 2001 sowie auf der Angebotsseite die Verdreifachung des Ölpreises seit 1999 vergleichsweise gut verkraften.

### **Integrierte Finanzmärkte wesentlich**

Die Absorptionsfähigkeit der EWU hängt wesentlich von der Integration der Finanzmärkte ab. Letztere basiert nicht nur auf einer erheblich gestiegenen Liquidität vieler Produkte und einer breiten Palette von Anlageinstrumenten, sondern auch in einem vielfältigen Angebot von Absicherungsinstrumenten, die es erlauben, Risiken zu bündeln, zu handeln und zu diversifizieren. Die zunehmende Aufnahme-fähigkeit und Breite der europäischen Finanzmärkte dürfte die Absorptionsfähigkeit der Eurozone gegenüber Schocks erhöht haben. Dies ist auch deshalb sehr wichtig, weil die EWU – anders als die

<sup>13</sup> Robert Mundell (1961). A Theory on Optimum Currency areas. The American Economic Review. November 1961.

<sup>14</sup> Die Maastrichter Konvergenzkriterien umfassen niedrige Inflationsraten und Zinsen, einen stabilen Wechselkurs gegenüber dem Euro sowie solide Staatsfinanzen bezüglich des Budgets und des Schuldenstandes. Italien konnte die Budgethürde von 3% des BIP nur dank einer Europa-Steuer und deutlich niedrigerer Zinsen nehmen. Europas neue Währung (1998). Deutsche Bank Research. Sonderstudie.

USA – nicht über ein großes Zentralbudget<sup>15</sup> verfügt, sondern die Absorption primär über die nationalen öffentlichen Haushalte laufen muss, was eine Koordinierung der Budgetpolitiken im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes voraussetzt. Hierbei sind die bisherigen Erfahrungen mit der Sicherung der Budgetdisziplin über den Konjunkturzyklus hinweg aber keineswegs ermutigend. Bei der Beurteilung der Absorptionsfähigkeit ist auch an die Beschaffenheit der Arbeitsmärkte zu denken. Da die Arbeitsmärkte in der EWU vergleichsweise starr sind und der Beitrag der Finanzpolitik auf enge Grenzen stößt, müssen andere Kanäle – vor allem die Kapital- und Kreditmärkte – eine umso größere Anpassungslast schultern. Auch deshalb bleibt die weitere Integration der Finanzmärkte wichtig.

#### **Debatte über das effizienteste Finanzmarktmodell**

Im engen Zusammenhang hiermit steht die Debatte über das effizienteste Finanzmarktmodell in der EWU bzw. EU, d.h. um die Frage, ob es wie bisher überwiegend kreditbezogen oder kapitalmarktbezogen nach dem Vorbild der USA gestaltet werden soll. Diese Diskussion wird ungeachtet der weiteren Entwicklung der Subprimekrise und ihrer Auswirkungen auf Europa weitergeführt werden müssen. Die Finanzmärkte der EWU haben sich seit 1999 von einem stark kreditbezogenen Modell in Richtung eines kapitalmarktbezogenen Modells entwickelt, wobei die Kreditbeziehungen in Europa weiterhin dominieren. Gemäß dem o.g. Research-Papier für die USA leisten aber gerade die Kapitalmärkte einen besonders hohen Absorptionsbeitrag. Danach könnte die Absorptionsfähigkeit der EWU gegenüber Schocks dadurch gestärkt werden, dass die Finanzmärkte in Europa weiter in Richtung Kapitalmarktbeziehungen ausgebaut werden. Ob diese Schlussfolgerung aus einer historischen Betrachtung der USA noch auf die EWU übertragbar ist, erscheint angesichts der aktuellen Entwicklungen der Subprime-Krise allerdings keineswegs gesichert.

#### **Euro eliminiert Wechselkursspannungen in Europa**

Zugleich sollte nicht übersehen werden, dass der Wegfall der Wechselkursrisiken und das Entstehen liquider Finanzmärkte die Konjunkturrisiken in Europa erheblich reduziert haben. Europa durchlief in der Periode von Ende der 70er bis Mitte der 90er Jahre mehrere Phasen von Konjunktur gefährdenden Wechselkursspannungen im EWS, wie die Beispiele der Jahre 1992/93 und 1995 deutlich gezeigt haben. Das Problem bestand darin, dass Perioden einer ausgeprägten Dollarschwäche gegenüber der DM als zweitwichtigster Anlage- und Reservewährung gleichzeitig mit Spannungen im innereuropäischen Währungsgefüge verbunden waren. Die Tatsache, dass die DM nicht nur gegenüber dem Dollar stark notierte, sondern gleichzeitig auch gegenüber den Währungen der Haupthandelspartner in Europa spürbar aufwertete, hat die Konjunktur und Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zeitweise erheblich belastet. Hinzu kam, dass die Partnerländer dann häufig ihre Zinsen anheben mussten, um die DM-Bindung ihrer Währung zu verteidigen. Es ist dem Euro zu verdanken, dass es Europa seit Beginn der Dollarabschwächung in 2003 erspart blieb, dass dollarkursbedingte Konjunkturdämpfungen noch durch innereuropäische Wechselkursspannungen akzentuiert worden wären. Zudem wären Störungen im europäischen Währungsgefüge auch bei internen Schocks wie den Bombenanschlägen in Madrid im März 2004 wahrscheinlich gewesen.

<sup>15</sup> Die Ausgaben im EU-Etat betragen 1% des BIP (USA: 20%; Deutschland: 44%)

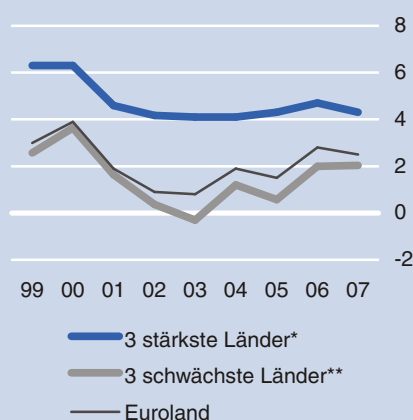
### Moderates Wachstum in Euroland

%	Ø 1999-2007	2007
Euroland	2,1	2,6
Deutschland	1,5	2,5
Frankreich	2,2	2,2
Italien	1,4	1,5
Spanien	3,7	3,8
Irland	6,5	5,3
Griechenland	4,2	4
Portugal	1,7	1,9
USA	2,7	2,2
Großbritannien	2,8	3

Quelle: Eurostat **17**

### Wachstumsraten bleiben unterschiedlich

Zuwachs des BIP in %



\* Griechenland, Irland, Spanien  
 \*\* Deutschland, Italien, Portugal

Quelle: Eurostat **18**

### Deutschland überwindet Wachstumsschwäche

## 8. Die Wachstumsbilanz ist bisher nur mittelmäßig

Die Einführung des Euro war vielfach mit der Erwartung verbunden, dass mehrere Kanäle das Wachstum stimulieren würden:

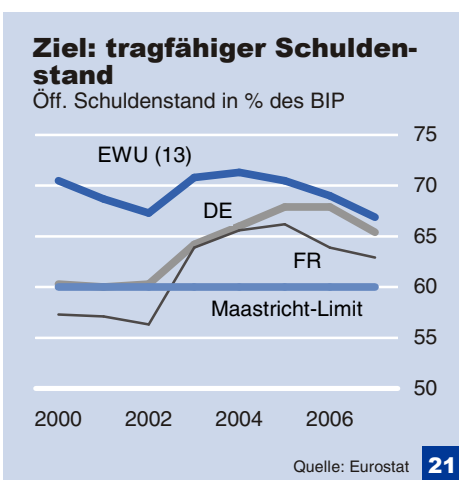
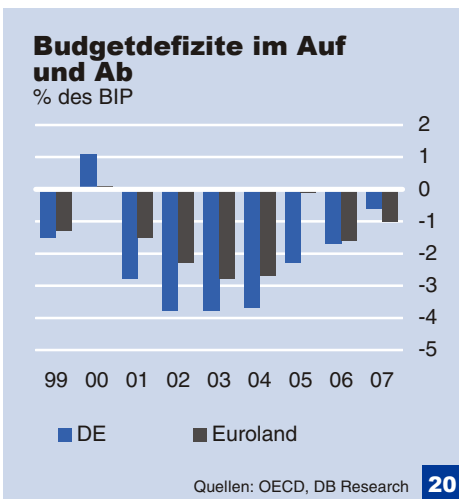
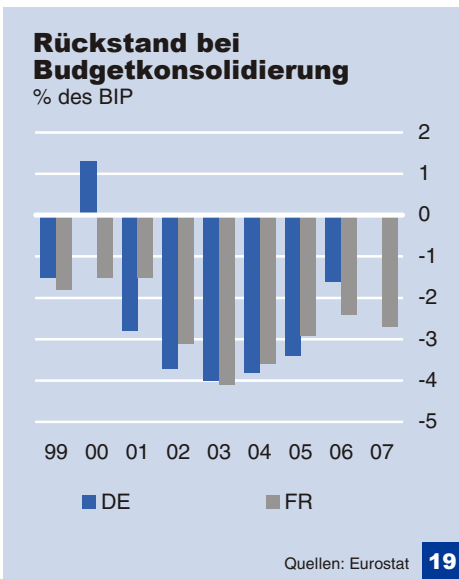
- Niedrige Zinsen verbessern die Finanzierungsbedingungen für Investitionen;
- Die Unternehmen sparen Kosten bei Wechselkursrisiken und währungsbedingten Transaktionen;
- Mehr Preistransparenz und Wettbewerb stärken die Leistungsanreize.

Die Währungsunion startete mit zufriedenstellenden Wachstumsraten von 3% bzw. 3,8% in den Jahren 1999/2000. Enttäuschend war aber die starke Abkühlung in 2001, die nahezu parallel zu den USA erfolgte. Damit blieb auch die Erwartung unerfüllt, dass sich die neu geschaffene Eurozone mit großem Binnenmarkt von der Entwicklung in den USA abkoppeln könnte. Erst nach fünfjähriger Durststrecke hat sich das Wachstum der Eurozone in 2006 wieder belebt. Der Funke der seit 2003 boomenden Weltwirtschaft mit den Wachstumsmotoren USA und den asiatischen Schwellenländern ist erst mit einer erheblichen Zeitverzögerung auf die EWU-Länder übersprungen. Im Jahre 2008 wird erneut debattiert, ob sich die Eurozone von den USA abkoppeln kann. Inzwischen ist allerdings – ausgehend von den USA – eine Abschwächung in der Eurozone im Gange. Angesichts der weiterhin großen Abhängigkeit Eurolands von der US-Konjunktur ist es nicht überraschend, dass die Verläufe der langfristigen Eurozinsen den entsprechenden Dollarzinsen weitgehend folgen, also die von manchen erwartete Abkopplung der Marktzinsen der Eurozone von den USA nicht eingetreten ist.<sup>16</sup>

In der EWU insgesamt blieb der Zuwachs zum BIP von 1999 bis 2007 mit 2,2% p. a. hinter der Wirtschaftsleistung der USA zurück (2,8%). Die Wachstumsrate in den nicht an der Währungsunion teilnehmenden EU-Ländern war ebenfalls höher als in der Eurozone. Dies gilt nicht nur für Großbritannien (2,8%) und Schweden (3,2%), sondern v.a. für die dynamischen neuen EU-Länder.

Die Wachstumsraten innerhalb der EWU entwickelten sich allerdings sehr unterschiedlich. Zeitweise betrug die Wachstumsdifferenz zwischen den drei dynamischsten EWU-Staaten und den drei schwächsten Ländern über 4 Prozentpunkte. Irland hat dank seiner starken Wachstumsdynamik Deutschland beim Pro-Kopf-Einkommen überflügelt. Hingegen verzeichneten v.a. Deutschland und Italien ein relativ schwaches Wachstum, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. Deutschland wurde ab 2001 wegen der schwachen Binnennachfrage kritisiert und als „Sick man of Europe“ bezeichnet. Dies hatte primär strukturelle Gründe. Dass Deutschland 2006 auf den Wachstumspfad zurückkehrte und zeitweise die Lokomotivrolle für Europa übernahm, ist verspäteten Strukturreformen auf Seiten der Wirtschaftspolitik (z.B. am Arbeitsmarkt) sowie massiven Restrukturierungen der Unternehmen und einer jahrelangen Lohnzurückhaltung zu danken. Dies hat die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands nachhaltig gestärkt.

<sup>16</sup> Zu diesem Ergebnis kommt die folgende Untersuchung: Carlo Favero and Francesco Giavazzi (2008). Should the Euro Area be Run as a Closed Economy? American Economic Journal, May 2008. Dessen ungeachtet hat die EZB in der Regel eine eigenständige, auf die Binnenanforderungen bezogene Geldpolitik betrieben. Die Unterschiede zwischen EZB und Fed hinsichtlich der Priorität der Inflationsbekämpfung sind 2007/08 deutlich zutage getreten.



Die Wachstumsschwäche Italiens hängt v.a. mit dem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zusammen, da wichtige Bereiche des Außenhandels besonders stark dem Wettbewerb aus Niedriglohnländern ausgesetzt sind und die Lohnzuwächse über der schwachen Produktivitätsentwicklung lagen. Für das mäßige Wachstum wurden in beiden Ländern zeitweise der Euro und die Spielregeln der Währungsunion verantwortlich gemacht.<sup>17</sup> Akzeptanzprobleme müssen freilich ernst genommen werden, obwohl die Einführung des Euro nicht für das schwache Wachstum verantwortlich gemacht werden kann, sondern dies im Wesentlichen mit unzureichenden Strukturreformen zusammenhing. Die Erwartung, die Einführung des Euro würde den Standortwettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten forcieren und zu mehr Strukturreformen führen, wurde also enttäuscht.

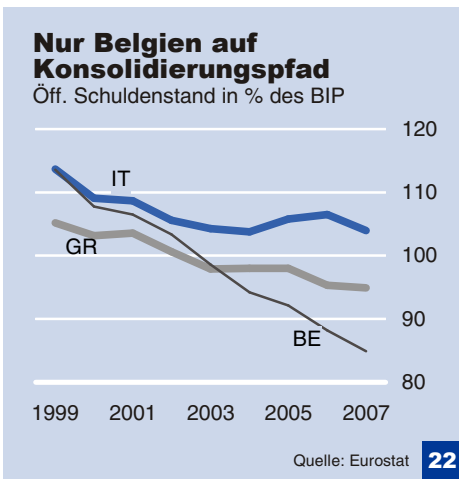
## 9. Budgetdisziplin: Fehlende Konsequenz

Budgetdisziplin gehört zu den Grundpfeilern der Währungsunion. Vor allem in Deutschland gab es vor dem EWU-Start Befürchtungen, die Budgetdisziplin könnte nachlassen, sobald der Konvergenztest 1998 für die EWU-Mitgliedschaft bestanden ist und es nach dem Start der EWU keine „Abwertungsstrafe“ mit höheren Zinsen bei unsolider nationaler Budgetpolitik mehr gibt. Daher war dem auf eine deutsche Initiative zurückgehenden Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) von 1997 die Aufgabe zugeordnet, durch eine regelmäßige Koordinierung und Überwachung der nationalen Budgetpolitik sowie notfalls durch Sanktionen gegen Budgetsünder für die notwendige Haushaltsdisziplin zu sorgen.

Positiv war, dass der Wettlauf zur Währungsunion die Budgetdisziplin der EWU-Teilnehmerländer zunächst gestärkt hat, denn die Haushaltsdefizite gingen von 6% des BIP im Jahre 1993 auf 2,6% in 1997, dem Referenzjahr für die Teilnahme an der EWU, zurück. Bei guter Konjunktur in den ersten beiden Jahren der EWU sanken die jährlichen Budgetdefizite weiter, im Schnitt der EWU auf ca. 0,5% des BIP. Dieser Wert wurde erst 2007 in etwa wieder erreicht, nachdem das Budgetdefizit der gesamten EWU auf 2,9% im Jahre 2004 hochgeschwungen war. Entsprechend bewegte sich auch die gesamtstaatliche Verschuldungsquote im Eurogebiet. Sie fiel auf 66,6% des BIP Ende 2007. Einen Spitzenwert von 75% gab es 1996.

Die kräftige Zunahme der Budgetfehlbeträge ab 2001 verdeutlicht, dass die Phase guter Konjunktur zu wenig zur Konsolidierung genutzt worden ist. Die Folge war, dass die Haushaltsfehlbeträge in Deutschland, Frankreich, Italien, Griechenland, Portugal und zeitweise auch in den Niederlanden über das Maastricht-Limit von 3% des BIP kletterten. Nach den Regeln des SWP hat die Kommission in diesen Fällen das Verfahren wegen des übermäßigen Budgetdefizits eingeleitet. Deutschland und Frankreich waren ab 2002 allerdings nicht bereit, sich den Spielregeln des Paktes zu unterwerfen. Trotz des übermäßigen Budgetdefizits gab es für Deutschland im Rahmen der Frühwarnung keinen „blauen Brief“. Den Weg zu Sanktionen haben dann Deutschland und Frankreich gemeinsam blockiert. Im November 2003 kam es zum Eklat mit der Kommission, als der ECOFIN-Rat das Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich aussetzte und bei der Entscheidung über die Konsolidierungsauflagen für beide Länder von den Empfehlungen der Kom-

<sup>17</sup> Gorgio La Malfa, Norbert Walter (2003). Reform der Maastrichter EWU-Regeln für ein verändertes wirtschaftliches Umfeld. Deutsche Bank Research. EWU-Monitor Nr. 96. Frankfurt am Main.

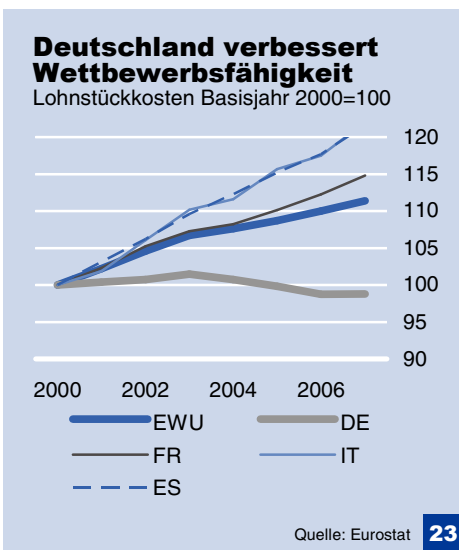


**Hohe Verschuldungsquote korrigieren**

mission abwich. Diese nicht bestandene Bewährungsprobe war der Auslöser für die Reform des Stabilitätspaktes im Jahre 2005.<sup>18</sup>

Die Budgetsituation in Deutschland und die der meisten anderen Budgetsünder in der EWU hat sich im Zuge der guten Konjunktur der Jahre 2006/2007 deutlich entspannt. Alle EWU-Mitgliedsländer blieben 2007 unter der Marke von 3% des BIP. Damit konnten auch die Verfahren wegen übermäßigem Defizit gegen Italien und Portugal eingestellt werden. Aber die Hausaufgaben aufgrund des reformierten SWP bleiben. Dieser sieht v.a. vor, die Konsolidierung bei guter Konjunktur zu forcieren. Länder mit einer gesamtstaatlichen Staatsverschuldung von über 60% des BIP – u.a. Deutschland und Frankreich – sollten über den Konjunkturzyklus hinweg Budgetüberschüsse erzielen. Das ist aber weder bei Deutschland der Fall, das erst 2007 sein Budget ausglich, noch bei Frankreich, das seit 2005 Defizite zwischen gut 2 und knapp 3% aufweist.

Hausaufgaben müssen schließlich auch jene Länder machen, deren gesamtstaatliche Verschuldungsquote beim Einstieg in die EWU sogar die 100%-Marke übertraf. Italien und Belgien haben den Konvergenztest 1998 nur deshalb bestanden, weil die Verschuldungsquote im Referenzjahr 1997 Richtung 60% des BIP rückläufig war. Hier fällt die Bilanz nach 10 Jahren EWU unterschiedlich aus. Während Belgien seine Verschuldungsquote von 123% des BIP Ende 1998 auf 88,2% Ende 2006, und damit deutlich unter 100% drücken konnte, ging die Quote bei Italien nur von 133% auf 107% zurück und verharrte dort. Griechenland, das 2001 auf der Basis von Budgetdaten in die EWU aufgenommen wurde, die sich später als manipuliert herausstellten, konnte seine Verschuldungsquote von rund 110% des BIP zu Beginn der Dekade auf 95,3% senken. Problematisch ist, dass so hohe Verschuldungsquoten den Spielraum für die automatischen Konjunkturstabilisatoren und die Vorsorge für die Lösung der demografischen Probleme stark einengen. Deshalb erfordert der Abbau solch hoher Verschuldungsquoten Budgetüberschüsse über einen längeren Zeitraum.

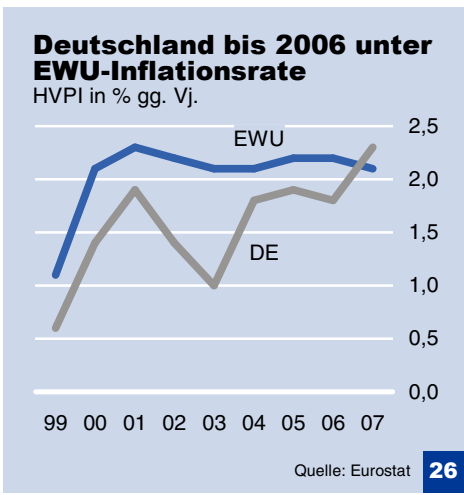
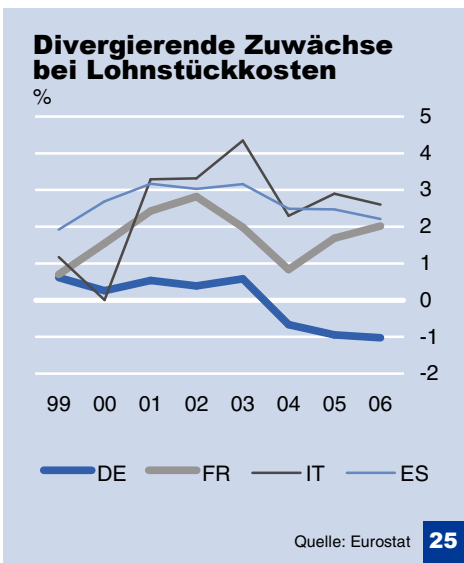
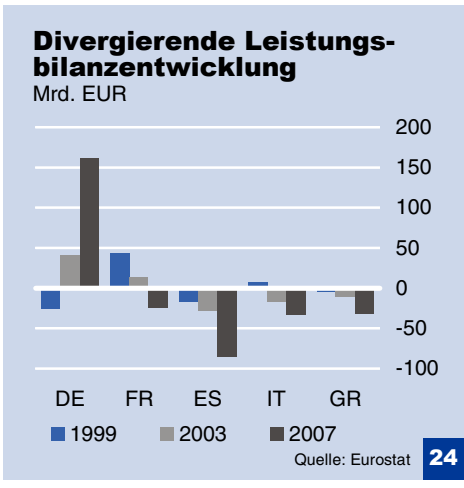


**10. Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Länder divergiert**

Die Wettbewerbsposition der EWU-Länder war in den letzten zehn Jahren z.T. von erheblichen Veränderungen geprägt, die in einer divergenten Entwicklung der Leistungsbilanzen und der Lohnstückkosten ihren Niederschlag fanden. So ist in Spanien der Leistungsbilanzfehlbetrag von 2,9% des BIP im Jahre 1999 auf ein massives Defizit von 10% des BIP in 2007 gestiegen. In Italien und Frankreich ist aus einem Überschuss zu Beginn der EWU ein Fehlbetrag von 2% des BIP bzw. 2,5% entstanden. Hingegen erzielte Deutschland, das 1999 noch ein Defizit aufwies, 2007 ein hohes Leistungsbilanzplus von 6,7% des BIP. Währungspolitisch sind hohe Leistungsbilanzungleichgewichte einzelner Teilnehmerländer kein Problem, da die EWU-Leistungsbilanz in den letzten Jahren etwa ausgeglichen war. Realwirtschaftlich spielen hohe nationale Leistungsbilanzdefizite aber sehr wohl eine Rolle, da sie mit dem Aufbau einer externen Verschuldungsposition einhergehen, die in der Zukunft bedient werden muss. Die Notwendigkeit der verstärkten externen Schuldenbedienung in der Zukunft unter sonst gleichen Umständen kann eine Dämpfung der Binnennachfrage erfordern. Das derzeit von der Bin-

<sup>18</sup> Tagung des Europäischen Rates. Schlussfolgerungen des Vorsitzes. Brüssel, 22. und 23. März 2005, Anlage II. Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts.





nennnachfrage getragene Wachstum dürfte daher nicht nachhaltig und verstärkte Exportanstrengungen unausweichlich sein.

Die Leistungsbilanzen spiegeln auch die unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten seit 1999 wider. Während die Lohnstückkosten in Italien und Spanien seither um rund 20% und in Frankreich um 15% gestiegen sind, haben sie in Deutschland mehr oder weniger stagniert. Während die Lohnabschlüsse in genannten Partnerländern meist über die Produktivitätszuwächse hinausgingen, hat Deutschland seine Wettbewerbsfähigkeit durch eine Mischung aus massiver Restrukturierung der Unternehmen, Lohnzurückhaltung und (moderaten) Reformen nachhaltig gestärkt und ist 2006 auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Ein ergänzender Indikator ist die Inflationsentwicklung: Da die Inflationsrate in Deutschland bis 2006 zwischen einem halben und einem Prozentpunkt unter dem Durchschnitt der EWU lag, kam es zu einer realen Abwertung zugunsten Deutschlands und einer realen Aufwertung in Spanien und Italien.

Im Zusammenhang mit Wettbewerbsverbesserungen durch Inflationsunterschiede über einen längeren Zeitraum spricht man vom realen Wettbewerbskanal. Dieser Weg hat deswegen Bedeutung, weil seit dem EWU-Start die klassische Option, Wettbewerbseinbußen durch eine Abwertung der Währung zu korrigieren, nicht mehr zur Verfügung steht. Ein Austritt aus der EWU und die Wiedereinführung einer nationalen Währung<sup>19</sup>, wie dies immer mal wieder debattiert wird, ist derzeit keine realistische Option, weil hiermit angesichts der engen Verflechtung in Europa mit erheblichen wirtschaftlichen und politischen Nachteilen zu rechnen ist. Einer der größten wirtschaftlichen Nachteile dürfte in einem starken Anstieg der Zinsen zu sehen sein, der die Zinslast des Staates, der Unternehmen und der privaten Haushalte maßgeblich erhöhen dürfte. Verbesserungen der Wettbewerbsposition sind also auch nach dem Start der EWU und der unwiderruflichen Festschreibung der nominalen Wechselkurse über eine reale Abwertung noch möglich, auch wenn sie mühsam und langwierig sind, wie der Fall Deutschland gezeigt hat. Hieraus können drei Schlussfolgerungen gezogen werden:

*Erstens* ist der reale Wettbewerbskanal ein langfristig wirksamer Anpassungsmechanismus. Es wäre aber problematisch, das beschriebene deutsche Modell einer realen Abwertung eins zu eins auf andere Länder übertragen zu wollen. Deutschland hat viele Jahre unter einer schwachen Binnennachfrage gelitten und leidet mit Blick auf den privaten Konsum immer noch. Wichtiger bleibt es, die Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstum eines EWU-Mitgliedslandes vor allem durch Strukturreformen zu stärken.

*Zweitens* wurde der deutsche Weg der Wettbewerbsverbesserung als „Beggars-thy-neighbour“-Politik kritisiert, weil die größte Volkswirtschaft der EWU durch Lohnzurückhaltung lange Zeit die Binnennachfrage schwächte und die Rolle einer Konjunkturbremse für Europa einnahm. Diese Kritik ist insofern nicht stichhaltig, weil Deutschland einen Weg wählte, der im Rahmen der EWU-Regeln zur Verfügung steht.<sup>20</sup> Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit war Wegbereiter des Aufschwungs ab 2006, von dem dann auch die europäischen Partnerländer profitiert haben.

<sup>19</sup> Hier sollte nicht übersehen werden, dass die Banken, Unternehmen und die öffentliche Hand hohe Summen aufgewendet haben, um ihre Aktivitäten (Preise, Rechnungswesen, EDV, Steuern etc.) auf den Euro umzustellen. Bei der Einführung einer neuen nationalen Währung würden die Umstellungskosten erneut anfallen.  
<sup>20</sup> Außerdem liegen die Arbeitskosten je Stunde in Deutschland (mit 29,10 € in 2007) fast 30% über dem EU-Durchschnitt.

**Realzinskanal versus realer Wechselkurskanal**

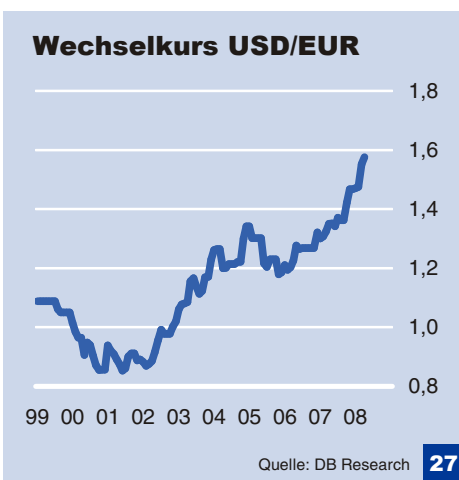
**Binnen- und Exportnachfrage divergieren**

*Drittens* war eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsposition Deutschlands notwendig, nachdem Deutschland im Zuge der Vereinigung kräftige Produktivitätseinbußen erlitten und eine höhere Abgabenlast zu schultern hatte, was in Form von mäßigen Wachstumsraten noch lang nachwirkte. Zudem lassen die mageren Exportzuwächse und das Leistungsbilanzdefizit zu Beginn der EWU vermuten, dass das wiedervereinigte Deutschland mit einem zu hohen Wechselkurs in die EWU eingetreten ist.

In der Debatte über die Wettbewerbsfähigkeit in der EWU spielte auch der Realzinskanal seit 1999 eine Rolle, der gegenläufig zum realen Wechselkurskanal wirkt. Dies liegt daran, dass sich in Ländern mit überdurchschnittlich hohen Inflationsraten nicht nur die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert, sondern in einem einheitlichen Währungsraum mit einheitlichen bzw. ähnlichen Nominalzinsen auch die Realzinsen (als Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate) sinken. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass sich der reale Wechselkurseffekt bei anhaltender Inflationsdifferenz kumuliert, während dies beim Realzinskanal nicht der Fall ist.

In der Phase niedriger EZB-Leitzinsen von 2003 bis 2005 wurde zeitweise die „One-size-fits-all“-Problematik der Geldpolitik der EZB lebhaft debattiert. Eine These lautete, dass die Realzinsen für Länder mit hohem Wachstum wie Spanien und Irland zu niedrig seien und daher die Geldpolitik prozyklisch wirke, wie dies in boomenden Immobilienmärkten zum Ausdruck kommt.<sup>21</sup>

Nicht überraschend ist, dass die gegenläufige Entwicklung von realem Wechselkurskanal und Realzinskanal in den verschiedenen Ländern zu divergierenden Entwicklungen der Binnen- und Exportnachfrage führte. Während Deutschland ab 1999 starke Impulse durch die Exportnachfrage erhielt, blieb die Binnennachfrage bis 2005 schwach und auch danach sprang nur die Investitionsgüternachfrage im Inland an. Dagegen war in Staaten wie Spanien mit etwas höheren Inflationsraten eine starke Binnenkonjunktur zu konstatieren. Daneben gab es den „Mischfall“ Frankreich, das eine unterdurchschnittliche Inflationsentwicklung gepaart mit einer dynamischen Binnenkonjunktur aufwies.



**II. Externe Bilanz: Euro weltweit gefragt, aber Erweiterung stockt**

**1. Wechselkursausschläge verändern preisliche Wettbewerbsfähigkeit**

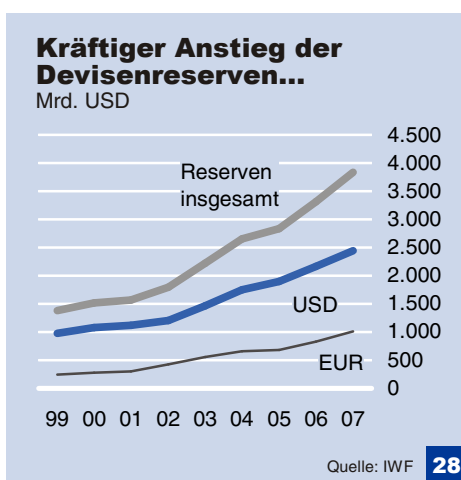
Im globalen Kontext sind die Euro-Wechselkurse – insbesondere gegenüber dem Dollar – für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Mitgliedstaaten ausschlaggebend. Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar war seit 1998 großen Schwankungen unterworfen. Der Euro tendierte bis 2002 ausgesprochen schwach, da er als neue Währung erst einmal im internationalen Glaubwürdigkeitstest stand und der Dollar vom starken US-Wachstum und attraktiven Dollarrenditen profitierte. Der Eurowechselkurs erreichte im Herbst 2000 mit 0,83 USD/EUR seinen Tiefstand. Gegenüber dem Start-

<sup>21</sup> Im Falle Deutschlands wurde umgekehrt argumentiert: Da die Realzinsen zu hoch seien und das Wachstum gedämpft würde, sollten die Leitzinsen der EZB von damals 2% weiter gesenkt werden. Diese Argumentation ist aber nicht stichhaltig, weil die Realzinsen 2003/2005 nur ca. 0,5 Prozentpunkte betragen (bei einem EZB-Leitzins von 2% und einer Inflationsrate von 1,5%).

**Altzeithoch gegenüber dem Dollar**

**Sorge: Ungeordneter Dollarkursverfall**

**Euro international fest etabliert**



kurs von 1,1789 USD/EUR bedeutete dies eine Abwertung um 30%. Hiervon haben die Exporte der EWU in den Dollarraum profitiert. Angesichts wachsender Unsicherheit aufgrund des rasch zunehmenden US-Leistungsbilanzdefizits und des Irakkonflikts setzte 2002 ein lange anhaltender Aufwärtstrend des Euro gegenüber dem Dollar ein. Der Euro machte auch längerfristig Boden gut gegenüber dem Yen, dem Schweizer Franken und seit 2007 gegenüber dem Pfund Sterling. Eine längere Unterbrechung der Aufwärtsbewegung des Euro gab es lediglich nach der Ablehnung des EU-Verfassungsvertrages durch die Referenden in Frankreich und den Niederlanden im Juni 2005. Unsicherheiten über die künftigen politisch-institutionellen Strukturen der EU bzw. der EWU und ihre Handlungsfähigkeit belasteten den Euro, der in dieser Phase zwischen 1,20 und gut 1,30 USD/EUR schwankte. Ab Sommer 2007 setzte der Euro im Zeichen einer zunehmenden Abschwächung der US-Konjunktur und der Subprimekrise seinen Höhenflug fort, wobei er die Marke von 1,60 USD/EUR im April 2008 vorübergehend genommen hat und damit ein Allzeithoch gegenüber dem Dollar erreichte. Der Eurozone, die eine ausgeglichene Leistungsbilanz aufweist, wird damit eine erhebliche Anpassungslast beim Abbau des riesigen US-Leistungsbilanzdefizits auferlegt. Sachgerecht wäre eine deutliche Aufwertung der Währungen Japans und Chinas gegenüber dem Dollar gewesen, die jeweils hohe Überschüsse erzielen.

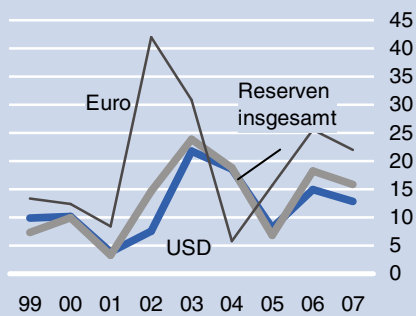
Der hohe Euro-Wechselkurs zum Dollar wurde von Politik und Wirtschaft in Europa nicht als so großes Problem betrachtet. Wechselkursabsprachen zur Stützung des Dollar im Rahmen der G7 sind daher 2007/08 nicht getroffen worden. Aber die Sorge eines weiteren ungeordneten Abgleitens des Dollar wird auch von den G-7-Staaten gesehen. Richtig ist allerdings, dass die Unternehmen innerhalb der EWU vom Euro/Dollarwechselkurs in unterschiedlicher Weise betroffen sind. So sind die Unternehmen in Deutschland mit dem starken Wechselkurs lange Zeit relativ gut zurechtgekommen, weil sie ihre globale Wettbewerbsfähigkeit durch massive Restrukturierungen gestärkt haben und über ein global gefragtes Produktsortiment einschließlich Investitionsgüter verfügen.<sup>22</sup> Hingegen steht die Wettbewerbsfähigkeit in EWU-Partnerländern, die aufgrund ihrer Exportstruktur im intensiven Wettbewerb mit den dynamischen asiatischen Schwellenländern stehen, massiv unter Druck, ein Beispiel ist die Textilindustrie in Italien. Die Risiken des starken Euro für die Konjunktur in Europa sind angesichts des Margendruckes bei Exporten in den Dollarraum erheblich und dürften sich – zusammen mit dem schwachen US-Wachstum – 2008 und 2009 immer stärker dämpfend bemerkbar machen.

**2. Der Euro macht international Karriere**

Die Bedeutung des Euro ist als internationale Handels-, Investitions-, Reserve- und Ankerwährung in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Das internationale Währungssystem, das bis 1998 durch die drei Pole Dollar, D-Mark und Yen charakterisiert war, hat sich seit der Einführung des Euro zu einem bipolaren System entwickelt, mit dem Dollar als Leitwährung und dem Euro als unangefochtene globale Währung Nr. 2, während der Yen stark an Gewicht eingebüßt hat. Der Euro hat gegenüber dem Dollar seit 1999 fast überall aufgeholt, ihn in wenigen Segmenten sogar überholt:

<sup>22</sup> Vor allem haben sie stärker die Globalisierung ihrer Wertschöpfungsketten betrieben, so dass sie nun vom „Natural hedging“ im Dollarraum profitieren.

**... bei stark schwankenden Zuwachsraten**  
% gg. Vj.



Quelle: IWF **29**

**Euro-Anteil steigt wieder**

	99*	01	03	05	06	07
USD	71,2	71,5	66,0	66,9	65,5	63,9
JPY	6,0	5,0	3,9	3,6	3,1	2,9
EUR	18,2	19,2	25,2	24,1	25,1	26,5
GBP	2,7	2,7	2,8	3,7	4,4	4,7

\* 1. Quartal

Quelle: IWF **30**

**Euro überholt den Dollar**

Bargeldumlauf in Mrd. EUR

	Euro	Dollar
Dezember 2004	517	564
Dezember 2005	583	668
Dezember 2006	647	619
Dezember 2007	697	525
April 2008	690	521

Quellen: EZB, FED **31**

- Der *Welthandel* wird laut früheren Untersuchungen zu fast 50% in Dollar abgerechnet. Allerdings ist die Datenlage bei der Währungsaufschlüsselung weiterhin unbefriedigend. Der Außenhandel der EWU mit Drittländern wurde in den letzten Jahren verstärkt in Euro fakturiert (im Schnitt ca. 60%). Die deutschen Exporte außerhalb der EWU werden zu 80% in Euro und zu 13% in Dollar abgerechnet. Öl und andere Rohstoffe werden in Dollar fakturiert (Ausnahme: Iran wickelt die Ölexporte in Euro ab).
- Die Bedeutung des Euro als *Investitionswährung* kann v.a. anhand der Emissionen und des Umlaufs internationaler Schuldtitel gemessen werden. Bei den Neuemissionen internationaler Anleihen entfielen 2007 laut BIZ-Statistik 49% auf den Euro und lediglich 35% auf den Dollar, nachdem der Euro in den vorangegangenen Jahren (mit Anteilen zwischen 34% und 47%) meist die Nr. 2 hinter dem Dollar war (39%-49%). Die Anteile des Pfund Sterling (zuletzt 7,9%) und des Yen (2,7%) werden weit übertroffen. Beim Umlauf internationaler Anleihen erreichte der Euro Ende 2007 einen Anteil von rd. 32% nach 19% Anfang 1999, während der Anteil des Dollar von ca. 50% auf ca. 44% fiel und der des Yen sich auf 5,3% etwa halbierte.
- Im *Bargeldverkehr* wird der Euro inzwischen weltweit verwendet. Betrachtet man den Bargeldumlauf dem Werte nach, so hat der Euro den Dollar 2006 erstmals überholt. Der globale Umlauf in Euro belief sich Ende 2007 auf EUR 697 Mrd. im Vergleich zu EUR 525 Mrd. im Falle des Dollar. Banknoten machen beim Euro gut 97% und beim Dollar ca. 99% des Bargeldes aus. Es werden jedoch schätzungsweise nur 10-20% der Euro-Noten, aber 50-70% der Dollar-Noten exterritorial verwendet.
- Der Dollar als wichtigste *Reservewährung* der Welt hat seinen Anteil an den Devisenreserven der weltweiten Notenbanken von 71,5% im Jahre 2001 auf knapp 64% Ende 2007 verringert, während der Anteil des Euro von gut 18% Anfang 1999 auf 26,5% gestiegen ist. Letzterer dürfte bis 2010 auf 30% bis 40% zunehmen, da viele Notenbanken aufgrund der Dollarschwäche und aus Renditegründen einen großen Diversifizierungsbedarf haben. Ob der Euro-Anteil gegenüber dem Dollar auch nach 2010 noch steigen wird, hängt von der längerfristigen Entwicklung in den USA ab (v.a. Verringerung des US-Leistungsbilanzdefizits) sowie den Bremsspuren, die die demografische Entwicklung im Wachstumspotenzial der EU hinterlässt.<sup>23</sup>
- Als *Ankerwährung* für den Wechselkurs wird der Euro von etwa 40 – meist kleinen – Ländern genutzt, die mit der EU wirtschaftlich eng verflochten sind bzw. in geografischer Nähe liegen. Am Dollar orientieren sich weltweit ca. 60 Staaten. Mehrere Länder steuern ihre Wechselkurspolitik über einen Währungskorb mit dem Euro und dem Dollar als Haupt-Komponenten (z.B. China, Russland). Dies erfordert die Haltung von Euro-Devisenreserven.

Der Euro hat sich als zweitwichtigste internationale Währung etabliert und insoweit das Erbe der D-Mark angetreten. Er ist aber international weit erfolgreicher als die D-Mark je war. Dass der Euro in den ersten zehn Jahren international stark gefragt war, ist ein großer Vertrauensbeweis für die EZB und ein Teil seiner Erfolgsgeschichte.

Die Frage, ob der Euro ein starker Herausforderer für den Dollar ist und diesen eines Tages gar von der globalen Leitwährungsfunktion

<sup>23</sup> Zur ausführlichen Diskussion der Vor- und Nachteile des Euro als internationale Reservewährung erscheint demnächst ein EU-Monitor.

verdrängen könnte, ist bereits vor dem Start der EWU kontrovers diskutiert worden. Die Debatte flammte im Zuge des massiven Anstiegs der globalen Devisenreserven der letzten Jahre sowie aufgrund der US-Wachstums- und Währungsschwäche nach dem Ausbruch der Subprimekrise im Sommer 2007 erneut auf. Aus heutiger Sicht hat der Euro noch weiteres Potenzial, z.B. als Reserve- und Investitionswährung, weil die EWU einen den USA vergleichbaren großen und liquiden Finanzmarkt zu bieten hat. Der Dollar wird aber auf absehbare Zeit die Weltwährung Nr. 1 bleiben, da die USA über eine sehr leistungsfähige Wirtschaft verfügen, die Geld- und Fiskalpolitik flexibler einsetzen können als Euroland und vor allem, weil sie eine militärische und politische Supermacht darstellen.<sup>24</sup>

### Außenvertretung der EWU stärken

Die gewichtigere internationale Rolle des Euro sollte sich auch im Einfluss und der Verantwortung des Euroraums in internationalen Foren – z.B. im IWF und den G-7 – widerspiegeln. Hier sieht der Lissabonvertrag in zweierlei Hinsicht Verbesserungen vor.

*Erstens* wird die Eurogruppe bzw. der ECOFIN-Rat mit Blick auf die Geld- und Wirtschaftspolitik aufgefordert, gemeinsame Positionen in internationalen Institutionen zu formulieren, um eine bessere Interessenvertretung sicherzustellen. Eine wirksame Außenvertretung erfordert den politischen Willen, mit einer Stimme zu sprechen.

*Zweitens* hat die Ernennung eines Präsidenten der Eurogruppe, die bereits 2005 im Vorgriff auf eine spätere Änderung des EU-Vertrages erfolgte, für größere Kontinuität und Stabilität bei der Außenvertretung gesorgt. So hat die Teilnahme des Präsidenten der Eurogruppe an G7-Treffen dazu beigetragen, dass den Euroraum betreffende Themen auf der Tagesordnung blieben.

### Ziel: alle EU-Länder führen den Euro ein

### 3. EWU-Erweiterung verläuft im Schneckentempo

Die EWU war von Anfang an mit der Vorstellung verbunden, möglichst alle EU-Staaten aufzunehmen, soweit sie die Konvergenzvorsetzungen erfüllen und politisch gewillt sind, diesen Schritt zu vollziehen. Die Tatsache, dass die EWU 1999 nicht als „Kernwährungsunion“ (von ca. sieben Länder) sondern als „große Währungsunion“ mit 11 von 15 EU-Mitgliedsländern startete, hat manche überrascht. Vor allem Italien hätte man es nicht zugetraut, sich durch einen Kraftakt doch noch als Erstteilnehmer zu qualifizieren. Andere wiederum haben den Beginn der EWU mit einer relativ großen Teilnehmerzahl als Zeichen dafür interpretiert, dass die Einhaltung der Konvergenzkriterien nicht so genau genommen wurde.

Die Beitrittsbilanz seit 1999 sieht eher ernüchternd aus. Die EWU ist nur um vier auf 15 Länder gewachsen, während die EU in diesem Zeitraum von 15 auf 27 Mitgliedstaaten zugenommen hat. Griechenland ist 2001 aufgenommen worden, von den 12 neuen EU-Ländern sind bisher nur Slowenien (2007), Zypern und Malta (2008) beigetreten. Enttäuschend ist, dass sich an dieser Situation in absehbarer Zeit auch wenig ändert. Lediglich die Slowakei wird 2009 beitreten.

#### 3.1 Stillstand bei Großbritannien, Schweden und Dänemark

### Großbritannien und Schweden: EWU kein Thema

Obwohl Großbritannien, Dänemark und Schweden im Prinzip keine großen Schwierigkeiten haben, die Konvergenzkriterien zu erfüllen, besteht in diesen Ländern politisch auch nach zehn Jahren erfolgreicher EWU kein Interesse an der Einführung des Euro. Hieran hat auch der Beitritt einiger neuer EU-Länder nichts geändert. Großbri-

<sup>24</sup> Werner Becker (2007). Internationale Reservewährung Euro im Aufwind, Deutsche Bank Research, Beiträge zur europäischen Integration, EU-Monitor 46.

### Die fünf ökonomischen Tests der britischen Regierung

1. Zyklische Konvergenz: Die Konjunkturzyklen in Großbritannien und in der EWU müssen kompatibel sein.
2. Flexibilität: Die britische Wirtschaft muss flexibel genug sein, um mit asymmetrischen Schocks zurechtzukommen, da die Geld- und Wechselkurspolitik in der EWU nicht mehr zur Verfügung steht.
3. Investitionen: Hier soll geprüft werden, ob Großbritannien bei einer EWU-Mitgliedschaft sowohl für inländische Investoren als auch für ausländische Direktinvestitionen attraktiv bleibt.
4. Finanzdienstleistungen: Die EWU-Mitgliedschaft sollte sich positiv auf die Wettbewerbsposition des britischen Finanzsektors auswirken und insbesondere die Rolle der „City of London“ stärken.
5. Beschäftigung und Wachstum: Es müssen langfristig positive Effekte zu erwarten sein.

### Neue EU-Länder zögern

#### Hauptürden: Inflationsrate und politischer Wille

tannien und Dänemark haben eine „Opt-in-Klausel“, nach der sie nicht verpflichtet sind, der EWU beizutreten, jedoch aufgenommen werden müssen, wenn sie ihre Bereitschaft dazu erklären und die Konvergenzvoraussetzungen erfüllen.

Schweden hat keine Ausnahmeregelung, erfüllt aber – ähnlich wie Großbritannien – das Wechselkurskriterium nicht, da es dem europäischen Wechselkursmechanismus (WKM) II nicht beitrifft. Dänemark ist de facto stiller Teilhaber der EWU, weil die dänische Krone seit 1999 am WKM II teilnimmt und einen festen Wechselkurs zum Euro aufweist. In allen drei Ländern ist es politisch gewollt, den Beitritt von einem positiven Referendum abhängig zu machen. Die Regierungen der drei Länder sind nicht prinzipiell gegen eine EWU-Mitgliedschaft, sie können sich aber der Zustimmung ihrer Bevölkerung nicht sicher sein. Die Bürger befürchten den Verlust der nationalen Identität und der geldpolitischen Entscheidungsbefugnis. Angesichts der großen Abhängigkeit von der Geldpolitik der EZB erstaunt diese Illusion immer wieder. Allerdings waren die Wachstumsraten in Großbritannien und Schweden seit 1999 im Schnitt höher und die Inflationsraten niedriger als in der Eurozone. Dies macht es schwierig, die Bevölkerung von den Vorteilen der EWU zu überzeugen. Ein Nachteil der Nichtteilnahme an der EWU besteht aber in den z.T. erheblichen Wechselkursrisiken. Während das Pfund Sterling nach einer langen Phase der Kursstabilität zum Euro seit 2007 kräftig abgewertet hat, war die schwedische Krone seit 1999 erheblichen Fluktuationen gegenüber dem Euro ausgesetzt.

In Großbritannien ist der Beitritt zur EWU nicht nur von der Erfüllung der Konvergenzkriterien und einem positiven Referendum, sondern auch vom Bestehen von fünf selbst definierten ökonomischen Tests abhängig. Umfragen zufolge ist in Großbritannien weiterhin eine klare Mehrheit gegen den EWU-Beitritt. Die Überprüfung der fünf ökonomischen Tests im Jahre 2003 brachte ein negatives Ergebnis. Nur die „City of London“, die einen sehr großen Teil der internationalen Eurofinanzgeschäfte abwickelt, bestand den Test. Dies kam nicht überraschend, weil die fünf Tests sehr vage formuliert sind und der Regierung einen weiten Interpretationsspielraum geben. Seither steht das Thema nicht mehr auf der Tagesordnung. Dies war auch in Dänemark und Schweden der Fall nach dem negativen Ausgang der Euro-Referenden im Jahre 2000 bzw. 2003. Der dänische Ministerpräsident Rasmussen hat allerdings 2007 angekündigt, ein erneutes Euro-Referendum prüfen zu wollen. Der Ausgang ist offen.

### 3.2 Neue EU-Länder: Konvergenz- und politischen Hürden

Die zwölf neuen EU-Länder haben sich im Rahmen des „Acquis communautaire“ verpflichtet, den Euro zu übernehmen, sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Im Gegensatz zu Großbritannien und Dänemark können sie damit keine Ausnahmeregelung beanspruchen. Auch wenn sich die neuen EU-Länder von einem EWU-Beitritt spürbare Wachstumsimpulse erhoffen können, sind – von den vier erwähnten Ländern abgesehen – auf absehbare Zeit keine weiteren Beitritte zu erwarten. Das liegt daran, dass die Konvergenzvoraussetzungen derzeit nicht erfüllt werden und/oder das politische Interesse an einer Euroeinführung gering ist.

Hinsichtlich der Konvergenz ist für die im Mai 2004 in die EU eingetretenen Länder zunächst das Wechselkurskriterium bedeutsam, das eine mindestens zweijährige reibungslose Teilnahme am WKM II vorsieht. Dies terminierte den frühesten Termin für eine EWU-Teilnahme der neuen EU-Länder auf Anfang 2007. Der Beitritt zum WKM II kann also als Zeichen der politischen Absicht gewertet

werden, den Euro einführen zu wollen. Vom Wechselkurskriterium einmal abgesehen liegt die Achillesferse für den Konvergenztest seit 2007 v.a. bei der Inflationsrate (alle Länder außer Polen und die Slowakei) und beim Budgetdefizit (Ungarn). Ungarn ist noch ein gutes Stück entfernt, die meisten Konvergenzkriterien zu erfüllen (s. Konvergenztabelle). Während die gestiegene Inflationsrate bei den drei baltischen Ländern (sowie Bulgarien und Rumänien) eine Eintrittshürde darstellt, fehlt es in Polen und Tschechien derzeit am politischen Willen. Ein Argument für die zögerliche Haltung besteht darin, dass im wirtschaftlichen Aufholprozess der neuen Länder, der seit Jahren in vollem Gange ist, eine eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik als Anpassungsinstrument noch benötigt würde.

**In mehreren Etappen zum Euro**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-11	2012-13	2014		
EE	WKM II						EWU				
LV	WKM II			EWU							
LT	WKM II						EWU				
CY	WKM II			EWU							
MT	WKM II			EWU							
PL								EWU			
SI	WKM II			EWU							
SK	WKM II			EWU							
CZ								EWU			
HU								EWU			
BG								EWU			
HR								WKM II		EWU	
RO								EWU			

Quelle: DB Research **32**

**Neue EU-Länder: mühsamer Weg zum Euro**

	Inflation	Zinssätze*	Budgetsaldo	staatl. Schuldenstand	WKM II	Kriterien erfüllt	EWU-Beitritt
	% gg. Vj. März 08	% März 08	% des BIP 2007	% des BIP 2007			
<b>Referenzwert</b>	3.2	6.2	-3.0	60.0	Mindestens 2 Jahre spannungsfreie Teilnahme		
Tschechien	4.4	4.5	-1.6	28.7	kontr. Floating zum EUR	3	2012-14
Estland	8.3	5.3	2.8	3.4	WKM II seit Juni 2004	4	2011
Ungarn	7.5	6.9	-5.5	66.0	Kursband zum EUR	0	2014
Lettland	12.2	5.4	0.0	9.7	WKM II seit Mai 2005	4	2012-13
Litauen	7.4	4.6	-1.2	17.3	WKM II seit Juni 2004	4	2011
Polen	3.2	5.7	-2.0	45.2	Freies Floating	4	2012-13
Slowakei	2.2	4.5	-2.2	29.4	WKM II seit November 2005	5	2009
Bulgarien	9.3	4.7	3.4	18.2	Currency Board (EUR)	3	2012
Rumänien	5.9	7.0	-2.5	13.0	kontr. Floating zum EUR	2	2014

<sup>1)</sup> Maastricht-Definition. Andere Definition für Estland

Quellen: Eurostat, DB Research **33**

**Gleichbehandlung politisch geboten**

**3.3 Neue, kontroverse Debatte über Konvergenzkriterien**

Der künftige EWU-Beitritt hat auch eine kontroverse Debatte darüber ausgelöst, ob die Aufnahme der neuen EU-Länder in die EWU eine Modifizierung der Konvergenzkriterien bezüglich niedriger Inflationsraten, Zinskonvergenz, Budgetdisziplin und Wechselkursstabilität erfordern würde. Bisher galt der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Kandidatenländer, was aus politischen Gründen geboten ist. Dennoch muss die Frage erlaubt sein, was im Lichte der Erfah-

## Inflationskriterium: Diskussionsbedarf

### Komplexes Rotationsverfahren für EZB

Beim Rotationsmodell kommt entweder die Zweigruppenvariante (ab 16 EWU-Ländern) oder die Dreigruppenvariante (ab 22 EWU-Ländern) zum Tragen. In beiden Fällen behalten die sechs Direktoriumsmitglieder volles Stimmrecht. Für die Rotation der Stimmrechte der nationalen Notenbankpräsidenten im EZB-Rat werden die EWU-Staaten in Gruppen eingeteilt, und zwar gemäß ihrem Anteil am BIP der EWU sowie der relativen Größe ihres Finanzsystems, gemessen an der aggregierten Bilanzsumme der Finanzinstitute in der EWU. Dabei werden die Wirtschaftskraft mit 5/6 und die Größe des Finanzsystems mit 1/6 gewichtet.

Im **Zweigruppenmodell** erhält die erste Gruppe der großen Länder vier Stimmrechte, die übrigen Länder insgesamt 11. Bei der Gruppenaufteilung soll gewährleistet werden, dass die nationalen Notenbankpräsidenten der ersten Gruppe nicht weniger häufig stimmberechtigt sind als diejenigen der zweiten Gruppe. Die Feinadjustierung der Gruppen hängt aber von der genauen Anzahl und der Größe der neuen EWU-Staaten ab. Die erste Gruppe der fünf großen Länder erhält zunächst volle Stimmrechte, die übrigen Länder insgesamt 11, die im ersten Schritt unter 12 Ländern aufgeteilt werden würden, d.h. 11 von 12 nationalen Notenbankpräsidenten dürfen abstimmen, einer muss im rotierenden Verfahren bei den folgenden Sitzungen des EZB-Rates immer aussetzen. Steigt die Zahl der EWU-Länder auf 19, dann erhalten die großen Länder nur noch vier Stimmen und müssen ebenfalls rotieren. Das Rotationsmodell in der Zweigruppenvariante kann bereits 2009 zum Zuge kommen, wenn die Slowakei – wie erwartet – aufgenommen wird.

Beim **Dreigruppenmodell** wäre Deutschland zusammen mit Frankreich, Italien, Spanien und einem weiteren Staat in der ersten Gruppe. Fünf große Länder teilen sich hier vier Stimmrechte. Auf die zweite Gruppe, die die Hälfte der EWU-Staaten umfasst, entfallen acht und auf die dritte Gruppe schließlich drei Stimmrechte. Die Häufigkeit, mit der die Notenbankpräsidenten der ersten Gruppe abstimmen, beträgt 80%, diejenige der zweiten Gruppe 57% und die der dritten Gruppe 38%. Ein Land wie Deutschland oder Frankreich ist also nur in vier von fünf Sitzungen stimmberechtigt.

rungen der letzten zehn Jahre verbessert werden kann bzw. muss. Im Mittelpunkt stehen dabei das Inflations- und das Budgetkriterium.

Ein Aufhänger für diese Debatte war Litauen, das 2006 zusammen mit Slowenien einen EWU-Aufnahmeantrag für 2007 gestellt hatte, der aber mit Blick auf das nur sehr knapp verfehlt Inflationsskriterium abschlägig beschieden wurde. Im Falle Litauens würde man allerdings zu kurz greifen, wenn man 2006 nur rein mechanisch die Inflationsrate der letzten 12 Monate mit dem Referenzwert (d.h. dem Inflationsdurchschnitt der drei preisstabilsten EU-Länder plus 1,5%) verglichen hätte. Die Nachhaltigkeit niedriger Inflationsraten muss ebenfalls gegeben sein. Dies war aber nicht der Fall, wie der Inflationsanstieg auf 5,8% im Jahre 2007 im Nachhinein belegt hat.

In diesem Zusammenhang wurde die Forderung<sup>25</sup> erhoben, von der relativen Definition des Inflationsskriteriums beim Konvergenztest für die neuen EU-Länder abzugehen und die Inflationsdefinition der EZB als Bezugspunkt zu verwenden. Die relative Definition des Inflationsskriteriums hat den Nachteil, dass die drei EU-Länder mit der niedrigsten Inflationsrate nicht einmal der EWU angehören müssen und der Schnitt der drei Besten heute systematisch niedriger ausfällt als vor zehn Jahren. Dieser Einwand ist gerechtfertigt. Deshalb sollte das Inflationsskriterium überprüft werden.

Sinnvoll ist es, auf den etablierten Maßstab der Eurozone zurückzugreifen und die EZB-Definition für Preisstabilität – Inflationsrate unter aber bei 2% – zur Basis für den Referenzwert der Inflationsrate zu machen. Ein Problem besteht allerdings darin, dass der Referenzwert (knapp 2% plus 1,5 Prozentpunkte) über 3% liegen würde und nicht mehr mit Preisstabilität vereinbar wäre. Würde man die Benchmark aber mit knapp 2% plus einer Marge z.B. von einem Prozentpunkt definieren, dann könnte das Inflationsskriterium angemessen berücksichtigt werden. Zugleich könnte dem Balassa-Samuelson-Effekt<sup>26</sup>, der die strukturell höhere Inflationsrate in den neuen EU-Ländern erklärt, Rechnung getragen werden. Über eine derartige Anpassung des Inflationsskriteriums sollte politische Einigkeit hergestellt und die rechtlichen Rahmenbedingungen ähnlich der Verabschiedung des Rotationsprinzips der EZB modifiziert werden können. Wäre allerdings eine Änderung des EU-Vertrags mit allen Ratifizierungsschritten erforderlich, bliebe beim Inflationsskriterium wohl alles beim Alten.

Kritik wurde auch am Budgetkriterium geübt. Die neuen EU-Länder brauchten eine Finanzpolitik, die flexibler gehandhabt werden könnte, als dies im reformierten Stabilitätspakt mit Beibehaltung des Defizitlimits von 3% des BIP vorgesehen sei. Es wurde sogar die Forderung erhoben, die 3%-Marke für die neuen EU-Länder ganz aufzuheben. Dadurch würde aber der Gleichbehandlungsgrundsatz massiv verletzt. Zudem darf nicht übersehen werden, dass eine expansive Fiskalpolitik in den dynamisch wachsenden neuen EU-Ländern eher zu höheren Inflationsraten als zu höheren Wachstumsraten führen würde. Schließlich haben die meisten dieser Länder Demografieprobleme, die eine vorsorgende solide Finanzpolitik erfordern.

<sup>25</sup> Zdenek Tuma (2007). Europe's club of nations needs a rule change. Financial Times. January 4, 2007.

<sup>26</sup> Die neuen EU-Länder weisen im wirtschaftlichen Aufholprozess strukturell höhere Inflationsraten auf, weil im Sektor der handelbaren Güter der internationale Wettbewerbsdruck zu höheren Produktivitätszuwächsen und entsprechenden Lohnzuwächsen führt. Die Abschlüsse im internationalen Sektor dienen sodann als Maßstab für den Dienstleistungssektor und sonstige am heimischen Markt tätige Branchen mit geringeren Produktivitätszuwächsen.



## Aufholprozess der neuen EU-Länder intakt

Anlass für kontroverse Debatten sind auch die Zielkonflikte zwischen nominaler und realer Konvergenz. Die Konvergenzkriterien stellen auf die nominale Konvergenz ab. Unter realer Konvergenz wird hingegen der Aufholprozess der neuen EU-Länder verstanden, um durch höheres Wachstum eine Annäherung der Pro-Kopf-Einkommen gegenüber den alten EU-Staaten zu erreichen. Dieser Prozess ist seit Jahren intakt. Gelegentlich wird allerdings kritisiert, dass nominale und reale Konvergenz unvereinbar seien, weil z.B. die notwendige Preisstabilisierung mit Wachstumseinbußen erkaufte würde. Deshalb sollte die reale Konvergenz Vorrang genießen. Kurzfristig kann es hier zum Zielkonflikt kommen. Angesichts der großen Kluft beim Pro-Kopf-Einkommen, das 2007 in den neuen EU-Ländern zwischen 40% und 90% des EU-Durchschnitts lag, würde ein solcher Ansatz die EWU-Teilnahme mancher neuer EU-Länder in eine ferne Zukunft verschieben. Mit dem Hinweis auf das Erfordernis realer Konvergenz sollte aber keine zusätzliche Hürde für den EWU-Beitritt der neuen EU-Länder aufgebaut werden. Im Übrigen wird vertraglich gefordert, dass bei der Konvergenzprüfung auch der Fortschritt der Binnenmarktintegration, der Stand und die Entwicklung der Leistungsbilanzen, die Entwicklung der Lohnstückkosten und anderer Preisindizes berücksichtigt werden. Schließlich sollten im Aufholprozess weiterhin Strukturreformen und Deregulierungen vorgenommen werden, um Preisverzerrungen abzubauen und das Wachstum sowie die Absorptionsfähigkeit bei asymmetrischen Schocks in der EWU zu stärken. Nominale und reale Konvergenz sollten trotz möglicher Spannungen parallel verfolgt werden.

## Komplexes Rotationsmodell

### Vertretungs- statt Rotationsmodell

Als Alternative zum Rotationsmodell der EZB käme z.B. eine Vertretungslösung ähnlich der US-Notenbank in Frage. Hier werden geldpolitische Entscheidungen von einem zwölfköpfigen Gremium (Federal Open Market Committee) gefällt, das aus den sieben Mitgliedern des Board of Governors (einschließlich Chairman Ben S. Bernanke) und fünf regionalen Vertretern besteht. Ein Gremium dieser Größe bietet die Voraussetzung für effiziente Entscheidungen. Auch das Rotationsprinzip der USA hat sich bewährt. In Europa könnte man sich in abgewandelter Weise ein sechsköpfiges Direktorium und sieben Sitze für die regionalen Vertreter vorstellen. Damit wären die Vertreter der Regionen anders als in den USA in der Mehrheit. Während New York als Finanzzentrum bei den regionalen Vertretern einen Dauersitz innehat, werden die übrigen vier Sitze jährlich nach dem Rotationsprinzip vergeben. Auf den Euroraum umgemünzt würde das bedeuten, dass Frankreich und Deutschland mit den größten kontinentaleuropäischen Finanzplätzen ein Dauerstimmrecht im EZB-Rat behalten würden und alle übrigen EWU-Länder auf der Basis der verbleibenden fünf Stimmrechte rotieren würden.

### 3.4 Rotationsmodell der EZB ante portas

Der EU-Rat hat bereits 2003 auf Empfehlung der EZB ein Rotationsmodell für Abstimmungen im EZB-Rat beschlossen, um eine effiziente Entscheidungsfindung auch nach einer deutlichen Erweiterung von EU und EWU zu gewährleisten. Der EZB-Rat besteht aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums und den nationalen Notenbankpräsidenten der EWU-Mitgliedsländer, deren Zahl derzeit 15 beträgt und mit jedem Erweiterungsschritt um ein Mitglied wächst. Bei bis zu 27 EU-Staaten mit Recht auf EWU-Teilnahme könnte der EZB-Rat künftig bis zu 33 Personen umfassen, wobei aber nur 21 Mitglieder des EZB-Rates stimmberechtigt wären.

Die Einführung des komplizierten Rotationsmodells erfolgt in zwei Stufen. Die Zweigruppenvariante kommt ab 16 EWU-Ländern und die Dreigruppenvariante ab 22 EWU-Ländern zum Tragen. Die Mitgliederzahl von 16 wird erreicht, wenn die Slowakei – wie erwartet – per 1.1.2009 aufgenommen wird. Der EZB kann allerdings mit Zweidrittelmehrheit entscheiden, das Rotationsmodell erst ab 18 Ländern wirksam werden zu lassen. Eine Entscheidung ist derzeit offen.

Im Erweiterungsprozess der EWU sind bis 2012 allenfalls 3-4 Beitritte zu erwarten: die drei baltischen Staaten und möglicherweise Dänemark. Aus heutiger Sicht erscheint es keineswegs sicher, ob die nächste Schwelle – 22 Länder für die Dreigruppenvariante – in einem überschaubaren Zeitraum überhaupt erreicht werden kann. Die Märkte werden also voraussichtlich über einen längeren Zeitraum mit dem Zweigruppenmodell konfrontiert sein, d.h. ein Zwischenschritt könnte sich zu einer Dauerlösung entwickeln. Von Vorteil ist, dass beim Rotationsmodell die Teilnahme aller nationalen Notenbankpräsidenten am geldpolitischen Entscheidungsprozess gesichert ist, damit diese die Ergebnisse ihrer jeweiligen nationalen Öffentlichkeit aus erster Hand kommunizieren können.

Allerdings dürften die gravierenden Nachteile des Rotationsmodells – gleich in welcher Ausprägung – überwiegen. Bereits die Zweigruppenvariante ist kompliziert und intransparent, weil sich mit dem Beitritt eines jeden neuen Landes das Rotationsverfahren ändert. Ein EZB-Rat mit bis zu 33 Mitgliedern ist selbst dann zu groß und nur begrenzt handlungsfähig, wenn nur 21 Mitglieder stimmberechtigt sind. Ein Problem wird auch darin gesehen, dass im Extremfall die Notenbankpräsidenten der zahlreichen kleinen und mittleren Länder in den Gruppen zwei und drei die Notenbankpräsidenten der vier großen Länder und die sechs Direktoriumsmitglieder überstimmen können und sich damit der Akzent der Geldpolitik von der Preisstabilität hin zu mehr Wachstumsförderung im Aufholprozess verschieben könnte. Ein Manko besteht außerdem darin, dass Frankreich und Deutschland als größte Volkswirtschaften mit den größten Finanzplätzen im Euroraum nicht mehr permanent mit Stimmrecht im EZB-Rat vertreten wären. Empfehlenswert wäre daher eine einfachere, transparentere Lösung.

### III. Economic Governance: Reformen in bewährten Strukturen

Die Economic Governance der EWU ist durch eine zentrale Geldpolitik und eine (überwiegend) dezentrale Wirtschafts-, Finanz- und Strukturpolitik geprägt. Dies erfordert eine politische Abstimmung innerhalb der EWU. Die Mitgliedsländer der EWU (wie der EU) haben sich vertraglich verpflichtet, die Wirtschaftspolitik als Angelegenheit gemeinsamen Interesses zu betrachten und sie zu koordinieren, um Wachstum und Beschäftigung zu stärken. Neben der Geldpolitik sind freilich noch eine Reihe weiterer Kompetenzen auf der EU-Ebene angesiedelt, wie v.a. der Binnenmarkt, die Handelspolitik sowie die Wettbewerbs- und Beihilfenpolitik.

#### Koordinierung braucht Regeln

Die Koordinierung der in nationaler Verantwortung verbliebenen Politikbereiche braucht Spielregeln, um negativen Spill-over-Effekten von einem Land auf die übrigen EWU-Staaten entgegenzuwirken. Für die Finanzpolitik sind diese im SWP kodifiziert, während die integrierten Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung auf die Wirtschafts- und Strukturpolitik abzielen. Nach den Erfahrungen seit 1999 haben sich die institutionellen Arrangements und Spielregeln der EWU bisher überwiegend bewährt. Wohl aber gab es Mängel bei der Umsetzung. Daher hat der EU-Gipfel im März 2005 die Weichen für die Koordinierung der Wirtschafts-, Finanz- und Strukturpolitik in dreifacher Hinsicht neu gestellt:

#### Drei Reformen

- Erstens wurde die erste grundlegende *Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes* beschlossen.
- Zweitens erfolgte eine *Straffung der Lissabon-Agenda* (z.B. Fokus auf Wachstum, Aufgabe des Ziels, die USA in puncto Dynamik bis 2010 zu überholen).
- Drittens wurden die Grundzüge der Wirtschaftspolitik und die Leitlinien zur Beschäftigungspolitik zu den *integrierten Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung* zusammengefasst. Die wichtigsten Aktionsfelder der neuen Lissabon-Agenda sind Bestandteil der integrierten Leitlinien. Ihre Implementierung wird im Rahmen der integrierten Leitlinien überwacht.

Die Bilanz der Economic Governance bezieht sich also auf die Erfahrungen mit der Steuerung der Geldpolitik sowie der Koordinie-

**Ziel Glaubwürdigkeit erreicht**

zung der Wirtschafts-, Finanz- und Strukturpolitik in den drei oben genannten Bereichen.

**1. Glaubwürdigkeit der EZB ruht auf drei Pfeilern**

Für die EZB als neue Institution war es essenziell, eine eigenständige Glaubwürdigkeit nach dem Vorbild der Bundesbank zu erlangen. Die Brücke zur Glaubwürdigkeit ruht vor allem auf drei Pfeilern:

- einer guten Politik auf der Basis der Unabhängigkeit,
- einer überzeugenden geldpolitische Strategie sowie
- einer regelmäßigen Kommunikation und Rechenschaftspflichten gegenüber dem Europäischen Parlament, Bürgern und Märkten.

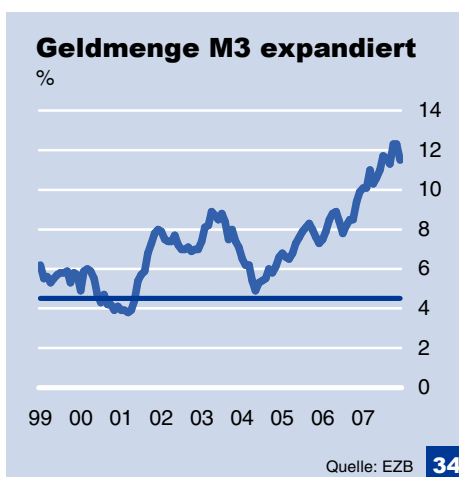
Die EZB zeigte in den Hochkonjunkturphasen 1999/2000 und 2005/2007 durch jeweils mehrere Leitzinserhöhungen stabilitätspolitische Entschlossenheit, was ihre Glaubwürdigkeit an den Märkten und bei der Bevölkerung festigte. Die EZB reagierte durchaus flexibel auf Phasen schwachen Wachstums und senkte den Leitzins, so z.B. 2002/03, als weltweit die Sorge einer Deflation debattiert wurde. Dennoch wurde der EZB aus dem angelsächsischen Bereich aber auch aus verschiedenen politischen Lagern der EWU des Öfteren vorgeworfen, sie orientierte sich zu stark an Inflationsrisiken und leiste – im Gegensatz zur US-Notenbank – zu wenig für die Stimulierung der Konjunktur. Diese Kritik wurde auch in der Niedrigzinsphase von 2002 bis 2005 geäußert, obwohl die Wachstumsschwäche in diesem Zeitraum eher strukturell begründet war und eine expansive Geldpolitik dann Gefahr läuft, die Inflation anzutreiben.

**Unterschiedliche Zielsetzung von EZB und Fed**

Die unterschiedliche Zielsetzung und Orientierung von EZB und Fed sind nach dem Ausbruch der Subprimekrise im Sommer 2007, der mit einem (globalen) öl- und lebensmittelpreisinduzierten Inflationsanstiegs 2007/08 einherging, besonders deutlich zu Tage getreten. Dies liegt daran, dass sich die Aufgabenstellung der EZB deutlich von derjenigen der US-Notenbank unterscheidet, deren Zielkatalog neben der Preisstabilität auch nachhaltiges Wachstum und hohe Beschäftigung umfasst. Die EZB verzichtet mit Blick auf den Primat der Preisstabilität auf Zinssenkungen, während die US-Notenbank durch massive Zinssenkungen eine Politik der Konjunkturstimulierung und Finanzmarktstabilisierung betreibt, und hofft, dass die Inflationsgefahren über die schwache Konjunktur in Schach gehalten werden. Damit wächst in den USA das Risiko der Stagflation, also des schwachen Wachstums bei relativ hohen Inflationsraten. Aber auch der Euroraum ist nicht immun, wenn es der EZB nicht gelingt, Zweitrundeneffekte zu unterbinden.

**Modifizierte Zweisäulenstrategie**

Das Ziel der Preisstabilität verfolgt die EZB mittels einer *Zweisäulenstrategie*, bestehend aus einer wirtschaftlichen und einer monetären Analyse. Sie hat die Strategie 2003 im Lichte der Erfahrungen seit 1999 modifiziert. Die Definition der Preisstabilität wurde dabei angepasst, d.h. die EZB strebt als mittelfristiges Ziel eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% an, anstelle einer Bandbreite von 0 bis 2%. Damit hat die EZB statistischen Ungenauigkeiten der Inflationsmessung Rechnung getragen und einen Puffer für deflationäre Risiken eingebaut. Außerdem wurde die Reihenfolge der Säulen vertauscht: Auf die Analyse der wirtschaftlichen Indikatoren (wie Auftragseingänge, Geschäftsklimaindizes, Lohnstückkosten, Budgetdefizite etc.), die die kurz- bis mittelfristigen Preisrisiken ermittelt, folgt die monetäre Analyse, die mittel- und langfristige Inflationstrends fokussiert und auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung abstellt.



Schließlich wird der Referenzwert für das inflationsfreie Wachstum der Geldmenge M3 (4,5% p. a.), der von Anfang an weniger verbindlich formuliert war als die Geldmengenziele der Bundesbank, seit 2003 nicht mehr jährlich überprüft, was die längerfristige Ausrichtung des Referenzwertes unterstreicht. Die monetäre Analyse ist Ausdruck der Tatsache, dass Inflation (auch) ein monetäres Phänomen ist. Sie unterstellt eine mittelfristig relativ stabile Relation zwischen Geldmengen- und Preisniveauentwicklung und identifiziert Ungleichgewichte wie Immobilienpreisblasen.

### Kritik auch an modifizierter Strategie

Die Zweisäulenstrategie ist auch nach der Modifizierung kritisiert worden, weil sie schwer verständlich und vermittelbar ist. Zudem können die beiden Säulen gelegentlich widersprüchliche Signale geben. So wies z.B. das über dem Ziel liegende Geldmengenwachstum in den Jahren 2001-03 auf Inflationsgefahren hin, während viele wirtschaftliche Faktoren auf ein schwaches Wachstum und abnehmende Inflation hindeuteten. Einige Kritiker sehen gar keinen stabilen Zusammenhang zwischen der Geldmengen- und Preisentwicklung und empfehlen, die monetäre Säule aufzugeben.

### Inflationsziel empfehlenswert

#### **Überzeugende Kommunikationspolitik notwendig**

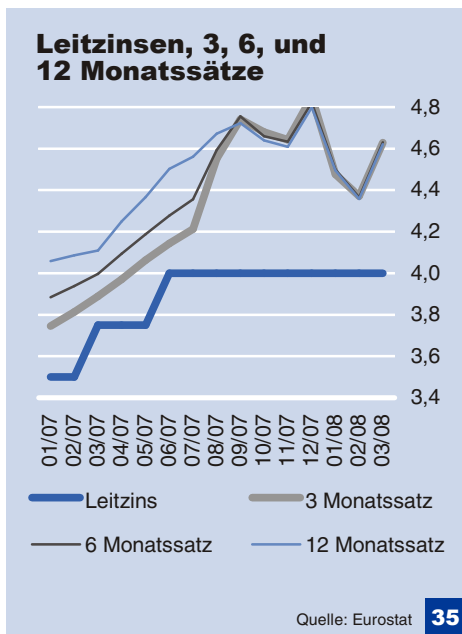
Eine überzeugende Kommunikationspolitik der EZB ist elementar, um ihren Rechenschaftspflichten gegenüber den demokratischen Institutionen, der Öffentlichkeit und den Märkten zu erfüllen. Sie ist quasi das Pendant zur Unabhängigkeit. An der Kommunikationspolitik der EZB wird immer wieder Kritik geübt, obwohl die EZB zahlreiche Kanäle – regelmäßige Pressekonferenzen, Monatsberichte, Reden, Präsentationen des Präsidenten beim Europaparlament etc. – nutzt, um ihre Geldpolitik in der Öffentlichkeit zu erläutern. Angesichts der Mängel der Zweisäulenstrategie wird der EZB empfohlen, die Strategie eines direkten Inflationsziels ähnlich der Bank of England zu verfolgen. Eine solche Strategie ist empfehlenswert, da sie den Märkten und der Öffentlichkeit leicht zu vermitteln und einfach zu überprüfen ist. Würde z.B. die Inflationsvorgabe innerhalb eines bestimmten Zeitraums überschritten, dann würde die EZB mit einer Zinserhöhung reagieren. Ein direktes Inflationsziel<sup>27</sup> sollte mit ca. 1 bis 2,5% etwas großzügiger bemessen sein als die revidierte Stabilitätsdefinition der EZB, um mehr Flexibilität zu ermöglichen.

### EZB verbessert Kommunikation

Dessen ungeachtet hat die EZB Verbesserungen bei der Kommunikation auf den Weg gebracht, z.B. die Vorabankündigung von Leitzinserhöhungen seit Ende 2005. Die nationalen Notenbanken spielen bei der Kommunikation der geldpolitischen Strategie eine immer wichtigere Rolle. Zusätzliche Informationen müssen nicht notwendigerweise mehr Klarheit schaffen, wenn man z.B. an die Forderung nach mehr Transparenz durch eine zeitnahe Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des EZB-Rates denkt. Dies lehnt die EZB zu Recht ab, da eine Offenlegung des Abstimmungsverhaltens leicht zu politischem Druck auf einzelne Ratsmitglieder führen, die Unabhängigkeit der EZB gefährden und nationale Orientierungen der nationalen Notenbankpräsidenten im EZB-Rat provozieren könnten.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Das DIW Berlin z.B. schlägt vor, die EZB sollte ein explizites Inflationsziel von 2% p.a. festlegen: Kirsten Lommatsch, Silke Tober (2003). Reform der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank. Wochenbericht des DIW Berlin, Nr. 7/2003, S. 110 ff.

<sup>28</sup> Faktisch hätte eine Veröffentlichung der Protokolle bisher allerdings wenig bewirkt, weil der EZB-Rat seine Entscheidung weit überwiegend im Konsens getroffen hat. Konsensentscheidungen im EZB-Rat sind aber nicht zwingend, denn es könnte auch Mehrheitsvoten geben. Dass die Sitzungsprotokolle nicht veröffentlicht werden, stellt keinen Mangel an Transparenz dar, da die EZB ihre Politik regelmäßig durch vielfältige Aktivitäten wie z.B. Pressekonferenzen erläutert.



### EZB stellt Liquidität sicher

### Ziel: Rückkehr zum Interbankenmarkt

### Effektives Krisenmanagement notwendig

## 2. EZB als Liquiditätsgeber in der Not gefordert

Der Euro-Geldmarkt ist Hauptoperationsfeld der EZB für die Implementierung der Geldpolitik und Marktplatz für den Liquiditätsaustausch bzw. -ausgleich unter Banken. Am Euro-Geldmarkt, der seit dem Start der EWU reibungslos funktionierte, sind ebenso wie an den Geldmärkten in den USA, Großbritannien und anderer Länder aufgrund der Auswirkungen der Krise am US-Hypothekenmarkt („Subprime-Krise“) ab August 2007 massive Störungen aufgetreten. Um Spannungen bei der Liquiditätsversorgung der Banken zu begegnen, hat die EZB schnell reagiert und dem Geldmarkt je nach Lage hohe Milliardenbeträge zugeführt, um die Geldmarktsätze in der Nähe des angestrebten Leitzinsniveaus zu halten. Da der Geldmarkt auch in der Folgezeit angespannt blieb, musste die EZB immer wieder temporär zusätzliche Liquidität bereitstellen. Sie handelte hier in enger Kooperation mit anderen Zentralbanken, vor allem der US-Federal Reserve Bank und der Bank of England. Die EZB verzichtete auf eine bereits angekündigte Leitzinsanhebung.

Dass die EZB ihre Funktion als „Lender of last liquidity“ rasch übernommen und professionell ausgeübt hat, ist positiv zu werten. Sie hat damit den Lebensnerv der Eurofinanzmärkte funktionsfähig gehalten. Die Sorge, dass die Auswirkungen der Subprimekrise die Kreditversorgung der Wirtschaft beeinträchtigen könnten, hat sich bisher nicht bestätigt. Im Gegenteil: Die Kreditvergabe der Banken an den Privatsektor in der EWU ist im ersten Quartal 2008 weiter mit einer Jahresrate von rund 14% gestiegen. Während die Kredite an Unternehmen expandierten, haben sich die Wachstumsraten bei Konsumenten- und Wohnungsbaukrediten ab Mitte 2006 abgeschwächt, was mit dem Abflauen des Immobilienbooms in einigen EWU-Ländern zusammenhängen dürfte.

Je länger die Anspannungen am Eurogeldmarkt und außergewöhnliche Geldmarktoperationen der EZB andauern, umso intensiver stellt sich die Frage, inwieweit das vorrangige Ziel der Preisstabilität in Mitleidenschaft gezogen werden könnte bzw. es einen Zielkonflikt zwischen Liquiditätsanreicherung und Preisstabilität gibt.<sup>29</sup> Je mehr sich die Lage normalisiert, desto mehr muss die EZB Anreize für die Banken setzen, anstelle von Zentralbankliquidität den Interbankenmarkt zu nutzen.

Die Krise hat Unzulänglichkeiten im Krisenmanagement und im institutionellen Rahmen der Finanzaufsicht deutlich gemacht. Da die Finanzaufsicht in der EU weiterhin nationalstaatlich organisiert ist, besteht beispielsweise das Risiko, dass die Zusammenarbeit der Finanzaufsichtsbehörden in Zeiten angespannter Märkte zu langsam und nicht umfassend genug ist. Effektives Krisenmanagement ist von einem funktionsfähigen Zusammenspiel zwischen den wesentlichen Akteuren – Zentralbanken, Finanzaufsichtsbehörden, Regierungen und Marktteilnehmer – abhängig. Die EU-Mitgliedsländer haben das Problem erkannt und im August 2007 Einverständnis über die Grundlagen des Krisenmanagements in der EU in Form eines „Memorandum of Understanding“ erzielt. Es wird sich jedoch zeigen müssen, ob dies einem Praxistest standhält.

<sup>29</sup> Zur ausführlichen Darstellung s. Norbert Walter, Stefan Bergheim (2008). Ziele und Aufgaben der EZB: Preisstabilität vs. Lender of last resort. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 52. 9. April 2008. Frankfurt am Main.

**Budgetdisziplin ist Grundpfeiler der EWU****3. Der SWP verdient eine zweite Chance**

Die einzige konkrete Koordinierungsvereinbarung für die Fiskalpolitik der EWU-Länder ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP). Da Budgetdisziplin zu den Grundpfeilern der Währungsunion gehört, bleibt die Ratio des SWP auch nach der Reform von 2005 grundsätzlich gültig. Erstens geht es um den „Policy mix“ zwischen Geld- und Finanzpolitik. Ziel des SWP ist es, eine Überforderung der Geldpolitik durch eine zu laxen Finanzpolitik zu vermeiden. Dieses Risiko besteht dann, wenn übermäßige nationale Haushaltsfehlbeträge die Inflationsrate in der EWU anheizen würden und die EZB ihre Leitzinsen anheben müsste (oder die Zinsen weniger stark senken könnte). Zweitens muss die Finanzpolitik in der EWU einem Trittbrettfahrerproblem entgegenwirken, weil Budgetsünder nicht mehr über die Abwertung des Wechselkurses und/oder höhere Zinsen sanktioniert werden können und die Wirkungen einer unsoliden Politik sich über den gesamten Euroraum in Form von höheren Inflationsraten und Zinsen verteilen würden. Schließlich ist Budgetdisziplin auch angezeigt, um die Bürger und nachfolgende Generationen in der Zukunft nicht durch exzessive Schuldenlasten zu überfordern.

**Heftige Kritik in Stressphase**

Dessen ungeachtet war der SWP in den ersten Jahren der EWU heftiger Kritik ausgesetzt. Dies gilt v.a. für die Stressphase 2002-2005. Insbesondere Deutschland und Frankreich sahen sich in ihrer finanzpolitischen Souveränität eingeengt und wehrten sich gegen die Anwendung der Spielregeln einschließlich Sanktionen.<sup>30</sup> So hat z.B. Deutschland kritisiert, dass die lang anhaltende Phase wirtschaftlicher Stagnation, die Kosten der Wiedervereinigung und ihre Strukturereformen zu einer schwierigen Budgetsituation geführt haben, ohne dass dies beim Pakt Berücksichtigung gefunden hat.

In dieser Stressphase des Paktes erhielten die Regierungen Rückendeckung von der Wissenschaft, die z.B. kritisierte, dass der unreformierte SWP zu rigide sei und prozyklisch wirke.<sup>31</sup> Sie mahnten deshalb eine „ökonomisch vernünftige“ Reform an. Vor allem das Limit von 3% des BIP für das Budgetdefizit wurde als Zwangsjacke gesehen, die die notwendige konjunkturpolitische Flexibilität im Abschwung verhindern würde. Außerdem wurde der grundsätzliche Einwand erhoben, dass die Finanzpolitik in der EWU nicht weniger, sondern mehr Flexibilität brauche, da die Regierungen nicht mehr auf die Geld- und Wechselkurspolitik als nationale Instrumente der Konjunkturanhebung zurückgreifen können. Dieses Argument ist im Prinzip richtig, denn auf der nationalen Ebene gibt es neben der Finanzpolitik nur noch die Strukturpolitik und die Lohnpolitik als wirtschaftspolitische Handlungsparameter. In der EWU gibt es also ein ständiges Spannungsverhältnis zwischen der Budgetdisziplin und der notwendigen finanzpolitischen Flexibilität der EWU-Staaten.

**Mehr Flexibilität durch Reform**

Die Reform des SWP von 2005 zielte auf mehr Flexibilität und eine ökonomisch zweckmäßigere Interpretation der Regeln ab, was vielfach als Verwässerung der Finanzpolitik kritisiert wurde. Diese Betrachtung greift aber zu kurz. Zu unterscheiden ist zwischen dem präventiven und dem korrektiven Arm des reformierten Paktes, wobei es jeweils zweckmäßige und problematische Elemente gibt.

<sup>30</sup> Im Rahmen eines Verfahrens wegen übermäßigem Budgetdefizit von mehr als 3% des BIP können Sanktionen verhängt werden, die zunächst in einer unverzinslichen Einlage bei der EZB und bei anhaltendem Fehlverhalten in einer definitiven Geldbuße besteht, die den Nichtsündern zufällt. Die Höhe der Einlage bzw. Geldbuße setzt sich aus einem Sockelbetrag von 0,2% des BIP und einer variablen Komponente zusammen, insgesamt maximal 0,5%.

<sup>31</sup> Nouriel Roubini, Elisa Parisi-Capone and Christian Menegatti (2007). Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations. RGE Monitor.

Positiv ist zunächst, dass die Marken von 3% des BIP für das Budgetdefizit und von 60% des BIP für den gesamtstaatlichen Schuldenstand unangetastet geblieben sind. Beim präventiven Arm zur Verhinderung von übermäßigen Defiziten überwiegen die positiven Aspekte. Wichtig ist der Grundsatz, dass das Budget über den Konjunkturzyklus hinweg ausgeglichen sein sollte. Dabei wird denjenigen Ländern, die eine gesamtstaatliche Verschuldung unter 60% der BIP aufweisen, mehr finanzpolitischer Spielraum – sprich ein (kleines) Budgetdefizit über den Konjunkturzyklus – eingeräumt<sup>32</sup>. Ein Kernbestandteil ist die ausdrückliche Verpflichtung der EWU-Länder, in wirtschaftlich guten Zeiten die Budgetkonsolidierung zu verstärken und das strukturelle Defizit um jährlich 0,5% des BIP zu senken, ohne einmalige Maßnahmen zu berücksichtigen.

### ***Der korrektive Arm ist problematisch***

#### **Nachhaltigkeit wird gestärkt...**

Beim korrektiven Arm für den Abbau übermäßiger Budgetdefizite überwiegen hingegen die kritischen Punkte. Die Reform des Paktes hat die problematische Entscheidungsstruktur – Budgetsünder dürfen im ECOFIN-Rat über sich mitentscheiden – zwar nicht behoben. Dies wird aber im anstehenden Lissabon-Vertrag nachgeholt. Positiv ist, dass der Fokus auf die Nachhaltigkeit und Qualität der Fiskalpolitik gelegt und die mittelfristige Finanzplanung mit Blick auf die Demografieprobleme gestärkt wird. Hervorzuheben ist auch, dass Strukturreformen, die kurzfristig das Budget belasten aber langfristig das Wachstum fördern, berücksichtigt werden können.<sup>33</sup>

#### **... aber weite Ermessensspielräume**

Zu den negativen Faktoren gehört, dass die Paktreform die vertraglich vorgesehenen Ermessensspielräume des ECOFIN-Rates erheblich ausgeweitet hat. So liegt kein übermäßiges Defizit mehr vor, „wenn der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschritten wird und das Verhältnis (von Budgetdefizit zum BIP) in der Nähe des Referenzwertes von 3% bleibt“. Größeren Ermessensspielraum gibt es auch bei schwachem Wachstum, das beim alten Pakt bei einer Abnahme des BIP zwischen 0,75% und 2% vorlag. Hier wurde die Definition eines schwerwiegenden Wirtschaftsschwungs stark gelockert und das Bewertungsrecht des Rates auf den Fall einer längeren Stagnation bzw. eines anhaltend schwachen Wachstums ausgeweitet. Die Reform erlaubt zudem eine Streckung des Anpassungspfads bei einem übermäßigen Defizit über ein Jahr hinaus. Ein Risiko besteht darin, dass die Konsolidierung verschleppt, im nächsten Aufschwung zu wenig konsolidiert und der präventive Arm des SWP geschwächt wird (s. auch Anhang „Vergleich alter und neuer SWP“).

#### **Bewährt in guten Zeiten...**

Der reformierte SWP hat sich seit 2005 in wirtschaftlich guten Zeiten bewährt. Allerdings sollte nicht übersehen werden, dass der Löwenanteil der Konsolidierung auf den kräftigen Konjunkturaufschwung seit 2006 zurückzuführen ist. Der politische Test des reformierten Pakts unter den Bedingungen einer schwachen Konjunktur steht daher noch aus. Im Fokus der Märkte steht derzeit Frankreich, dessen Budgetdefizit 2008 bei unveränderten Politiken voraussichtlich

#### **... aber Test steht noch aus**

<sup>32</sup> Hingegen sollten Länder mit einer „mittleren“ Verschuldung um 60% des BIP einen ausgeglichenen Staatshaushalt oder einen Überschuss aufweisen. Länder mit hoher Staatsverschuldung (z.B. um die 100% des BIP) sind gehalten, Budgetüberschüsse über den Konjunkturzyklus zu erzielen.

<sup>33</sup> So sollen die staatlichen Nettokosten für die Einführung einer kapitalgedeckten obligatorischen Säule im Rentensystem über einen Zeitraum von fünf Jahren nach der Einführung bei der Beurteilung eines übermäßigen Budgetdefizits geltend gemacht werden können. Die Berücksichtigung soll degressiv erfolgen, d.h. während eines Zeitraums von fünf Jahren werden 100, 80, 60, 40 bzw. 20% der staatlichen Nettokosten der Rentenreform angesetzt.

die Marke von 3% des BIP reißen wird. Das Ziel der Eurogruppe, bis 2010 ein ausgeglichenes Budget auszuweisen, ist kürzlich auf 2012 verlängert worden. Die Kommission hat darauf hin eine politische Empfehlung ausgesprochen, die Konsolidierung voranzutreiben.

#### 4. Eurogruppe erhält mehr Verantwortung

##### Nützliches Diskussionsforum

Die aus den Finanz- und Wirtschaftsministern der EWU bestehende Eurogruppe hat sich als ein sehr nützliches Forum zur Diskussion gemeinsamer Themen und zur Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik in der EWU entwickelt. Gelegentliche Befürchtungen, dass die Eurogruppe das Risiko einer Spaltung der EU erhöhen würde, haben sich auch nach der Osterweiterung und der Aufnahme von zwölf neuen EU-Ländern nicht bestätigt. Immerhin gehört derzeit die Mehrheit der EU-Länder der EWU an (15 von 27). Allerdings wies die Koordinierung der Finanzpolitik auch einige Mängel auf, vor allem im Hinblick auf den Abbau übermäßiger Haushaltsdefizite, die einige EWU-Länder – v.a. Deutschland und Frankreich – in den Jahren 2002-2005 verzeichneten. In dieser Phase hat sich z.B. „Peer pressure“ im ECOFIN-Rat als „stumpfe Waffe“ erwiesen.

Umso wichtiger war die Ernennung des luxemburgischen Premier- und Finanzministers Jean-Claude Juncker zum Präsidenten der Eurogruppe per Januar 2005. Diese hat seither mehr Führungskontinuität gezeigt, eine bessere Wahrnehmung in der Öffentlichkeit erfahren und mehr Profil bei der internationalen Vertretung gewonnen. Die Eurogruppe war für die Geldpolitik insofern förderlich, als eine stärkere Führung auch dazu beigetragen hat, die Koordinierung der Fiskalpolitik im Rahmen des reformierten SWP zu verbessern.

##### Enge Grenzen für Koordinierung

Es ist vertraglich vorgesehen, dass zwischen der Eurogruppe und der EZB ein regelmäßiger Meinungsaustausch<sup>34</sup> stattfindet über Fragen der Geld- und Fiskalpolitik und den Policy mix. Der Präsident der Eurogruppe hat jedoch seit 2005 wiederholt weitere Zusammenkünfte mit dem EZB-Präsidenten gefordert, um die Kooperation zu intensivieren. Der Spielraum der EZB ist aber beschränkt, weil die Unabhängigkeit der EZB einer (Vorab-)Koordination von Geld- und Finanzpolitik enge Grenzen setzt. Der Präsident der EZB hat daher eine noch engere Kooperation zu Recht abgelehnt.

#### *Lissabonvertrag stärkt Eurogruppe*

Daher ist das Ziel des Lissabonvertrags sachgerecht, die Rolle der Eurogruppe moderat zu stärken und die politische Abstimmung innerhalb des Euroraums zu erhöhen. Die Eurogruppe wird auch offiziell als „Euro-ECOFIN-Rat“ anerkannt und der Begriff „Eurogruppe“ im Vertrag erstmals verwendet. Damit wird dem zunehmenden politischen Einfluss der Eurogruppe innerhalb der EU und auf internationaler Ebene Rechnung getragen. Dennoch wird die Eurogruppe im Lissabonvertrag nicht als offizielle Version des Rats betrachtet, sondern nur die bestehende Praxis informeller Sitzungen bestätigt. Dass die Wahl eines Präsidenten der Eurogruppe formell im Lissabonvertrag festgeschrieben wird, vollzieht nur die Realität seit 2005 nach. Es ist aber empfehlenswert, dass die Eurogruppe die durch den Lissabonvertrag verbesserten Rahmenbedingungen nutzt, um die Koordinierung untereinander zu stärken. Zudem wird die Eurogruppe künftig bei der Vertretung in internationalen Gremien (z.B. IWF, G7) und in der Wechselkurspolitik vermehrt gefordert werden.

<sup>34</sup> Drei gemeinsame Sitzungen pro Monat sind vorgesehen, was für einen Meinungsaustausch zwischen der EZB und der Eurogruppe ausreichen sollte.



**Ziel: Globales Gewicht der EWU stärken**

Das Ziel des Lissabonvertrages, das Gewicht der EWU in internationalen Gremien zu stärken, ist das Pendant zur wachsenden internationalen Rolle des Euro. Bisher gelten komplizierte intransparente Regelungen bei internationaler Vertretung. Bei IWF und der G7 sind die Regeln kompliziert und haben eher Übergangscharakter. Ein Problem der Bündelung der Außenvertretung der EWU in der G7 besteht darin, dass die nationalen Finanzminister und Notenbankpräsidenten Deutschlands, Frankreichs und Italiens bisher keine Bereitschaft zeigen, ihren Platz bei der G7 an den Präsidenten der Eurogruppe bzw. an den Präsidenten der EZB abzugeben. Hier sind nur langfristig Änderungen zugunsten der Eurogruppe zu erwarten.

**EWU muss mit einer Stimme sprechen**

Beim IWF gilt der Grundsatz, dass Länder mit Quoten und Stimmrechten vertreten sind. Die EU-Mitgliedstaaten halten zusammen über 30% der Quoten, die EWU-Länder etwa 23% im Vergleich zu rund 17% der USA. Die EZB hat nur Beobachterstatus. Die Stärkung der Rolle der Eurozone im IWF wird v.a. von zwei Faktoren abhängig sein. Einerseits muss die Eurogruppe eine gemeinsame Meinung zu wichtigen Sachverhalten bilden, um mit einer Stimme sprechen zu können. Dabei haben die kleinen und mittleren EWU-Länder ein weitaus größeres Interesse an einer einheitlichen Vertretung der Eurozone im IWF, weil sie – anders als die großen EWU-Länder – ihren internationalen Einfluss nicht über die G7<sup>35</sup> geltend machen können. Andererseits ist zu erwarten, dass eine Bündelung der Quoten der Eurozone mit großer Wahrscheinlichkeit damit erkaufte werden würde, dass die Eurozone ein geringeres gemeinsames Stimmrecht erhalten würde als die derzeitige Summe der EWU-Mitgliedstaaten.<sup>36</sup> Daher dürfte es politisch schwierig sein, die EWU im IWF als eigenständigen Währungsraum zu positionieren. Die Stärkung der Eurovertretung im IWF könnte allerdings mit einer ohnehin notwendigen Neuadjustierung der Quotenstruktur entsprechend dem gewachsenen Gewicht der Schwellenländer erfolgen.

**Herausforderung Wechselkurspolitik**

Die Eurogruppe könnte in der künftigen Wechselkurspolitik gegenüber dem Dollar vor neuen Herausforderungen stehen. Das vertraglich festgelegte Wechselkursarrangement der EWU – die EZB ist für laufende Wechselkurspolitik und die Eurogruppe/ECOFIN-Rat für das Wechselkursregime zuständig (z.B. feste oder flexible Kurse gegenüber dem Dollar) – hat sich besser bewährt als erwartet, obwohl seit 1999 ein Zielkonflikt zwischen Preis- und Wechselkursstabilisierung immanent ist. Dieser kam bisher nicht zum Tragen, weil zwischen den großen Währungen Dollar, Euro und Yen ein System flexibler Wechselkurse galt. Dies könnte sich jedoch ändern, wenn es beim Abbau des derzeit überbewerteten Eurokurses gegenüber dem Dollar zu Wechselkursabsprachen kommen würde, die die Verteidigung bestimmter Zielzonen („Target zones“) beinhalten und die EZB in einen Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Wechselkursstabilisierung bringen könnte. Eine vergleichbare Situation gab es 1985 beim Plaza-Akkord. Damals ging es allerdings darum, eine

<sup>35</sup> Die Vertretung der Eurozone bei der G-7 ist ebenfalls kompliziert, denn hier wird die Repräsentanz der Eurozone sogar von den behandelten Tagungspunkten abhängig gemacht. Während der Präsident der Eurogruppe und der Präsident der EZB stets anwesend sind, nehmen die nationalen Notenbankpräsidenten Deutschlands, Frankreichs und Italiens zusätzlich teil, wenn es um die internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik oder der Finanzarchitektur geht.

<sup>36</sup> Eine Neuordnung der Quotenverteilung des IWF ist in Arbeit, um dem wachsenden wirtschaftlichen Gewicht der dynamischen Schwellen- und Entwicklungsländer Rechnung zu tragen. Auch ohne gemeinsame Eurolandvertretung im IWF fordern viele Schwellen- und Entwicklungsländer einen weiteren Abbau der „Überrepräsentierung“ der EU im IWF.

möglichst geordnete Rückführung des überhöhten Dollarkurses gegenüber der D-Mark und dem Yen zu bewerkstelligen.

## 5. Grundsätze der Wirtschaftspolitik betonen Strukturreformen

Die wirtschaftspolitische Koordinierung vollzieht sich – über den SWP hinaus – auch mittels der Grundsätze der Wirtschaftspolitik. Diese bestehen aus allgemeinen Leitlinien für alle Mitgliedstaaten sowie strukturpolitische Maßnahmen und Prioritäten für einzelne Länder. Strukturpolitische Reformen in den Bereichen Arbeitsmarkt, Steuer- und Sozialsystemen zielen auf mehr Wachstum und Beschäftigung. Sie sind für das Funktionieren der Währungsunion hilfreich, weil sie z.B. die Flexibilität des Arbeitsmarktes und die Mobilität der Arbeitskräfte erhöhen und die Absorptionsfähigkeit bei asymmetrischen Schocks stärken.

Die Grundsätze der Wirtschaftspolitik dienen als Plattform für die Umsetzung der strukturpolitischen Maßnahmen im Rahmen der 2005 erneuerten Lissabon-Agenda 2000. Letztere hatte zu ehrgeizigen Zielen, so z.B. die EU bis zum Jahr 2010 zum dynamischsten und wettbewerbsfähigsten Wirtschaftsraum machen zu wollen und eine durchschnittliche Wachstumsrate von 3% zu realisieren. Positiv sind nun die Straffung der Ziele, die Fokussierung auf Wachstum und die deutliche Abgrenzung der Zuständigkeiten von Europäischer Kommission (v. a. für den Binnenmarkt) und Mitgliedstaaten (für Strukturreformen). Die Vorgaben, die Beschäftigungsquote bis 2010 auf 70% und die Ausgaben für Forschung und Entwicklung auf 3% des BIP zu steigern, wurden hingegen zu Recht beibehalten. Der Europäische Rat hat auf seinem Märzgipfel 2008 die Ergebnisse des Zyklus 2005-2008 überwiegend positiv bewertet und beschlossen, dass die Leitlinien für die Periode 2008–2010 unverändert fortbestehen, wobei der Schwerpunkt auf der Umsetzung von Strukturreformen liegt. In diesem Zusammenhang empfiehlt der Rat vor allem, die öffentlichen Haushalte mittelfristig zu konsolidieren, die Deregulierung und Marktöffnung im Dienstleistungssektor voranzutreiben und die Flexibilität der Arbeitsmärkte zu erhöhen. Im Bereich des Binnenmarktes ist die vollständige Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie ein wichtiger Baustein.

### Integrierte Leitlinien sollen Wirtschaftspolitik koordinieren

Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik wurden im Rahmen des Reformpaktes des EU-Gipfels vom März 2005 mit den beschäftigungspolitischen Leitlinien zusammengelegt. Das neue Dokument heißt integrierte Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung. Es deckt als übergreifendes wirtschaftspolitisches Koordinierungsinstrument das gesamte Spektrum der makroökonomischen, strukturpolitischen und beschäftigungspolitischen Maßnahmen ab.

Die Integration von Grundzügen der Wirtschaftspolitik und der Leitlinien der Beschäftigungspolitik soll für mehr Kohärenz der drei genannten Dimensionen sorgen. Die integrierten Leitlinien werden für einen Dreijahreszeitraum vereinbart, derzeit für die Jahre 2008 bis 2010. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik bestehen weiterhin aus einem allgemeinen, makroökonomischen Teil (bei dem sich in der Regel in den drei Jahren wenig ändert) und einem Länderteil, der jedes Jahr angepasst werden kann.

### Strukturreformen beginnen zu wirken

Die Verringerung der Arbeitslosenquote im Euroraum von 8,8% auf 7,4% im Zeitraum von 2005 bis 2007 ist zwar hauptsächlich auf die Konjunkturbelebung zurückzuführen. Doch auch die Strukturreformen beginnen zu wirken, wie die Steigerung der Beschäftigungsquoten bei weiblichen und älteren Arbeitnehmern in einigen Ländern zeigen. Trotz der Fortschritte bleiben die Beschäftigungsquoten in vielen Euroländern aber noch hinter der Lissabon-Zielmarke von 70% zurück. Auch die Ausgaben für Forschung und Entwicklung lagen 2006 in den meisten Euroländern unter 2% des BIP und dürften das Lissabonziel von 3% bis 2010 nicht erreichen.

### Weitere Strukturreformen erwünscht

Dies deutet darauf hin, dass die bisherige Bilanz der wirtschaftspolitischen Koordinierung im Rahmen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik eher bescheiden geblieben ist. Das Instrument des „Peer pressure“ im ECOFIN-Rat hat sich nicht nur bei der Koordinierung der Finanzpolitik beim SWP, sondern auch bei der Durchsetzung von Strukturreformen als „stumpfe Waffe“ erwiesen. Ein Manko der Koordinierung besteht darin, dass die EWU-Staaten zu wenig nationales Engagement („Ownership“) bei Strukturreformen zeigen, obwohl gerade die EWU-Länder mehr Flexibilität und Mobilität der Produktionsfaktoren brauchen würden. Das Instrument der Nationalen Reformprogramme (NRP), das zur Vorbereitung kohärenter

strukturpolitischer Maßnahmen in den Mitgliedstaaten konzipiert war, wird nicht zielgerichtet genutzt. Die bei der Kommission eingereichten NRP sind häufig zu lang und zu unübersichtlich. Ihnen fehlt ein einheitliches Format, das es z.B. bei den jährlichen Meldungen der Stabilitätsprogramme der EWU-Länder an die Kommission gibt. Empfehlenswert für die Regierungen wäre daher, künftig in den NRP klare Prioritäten für Strukturreformen zu setzen und hierüber eine wirtschaftspolitische Debatte auf der nationalen Ebene zu führen. Damit würden die Umsetzungschancen von Strukturmaßnahmen im Rahmen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik gestärkt.

### Grenzen der Koordinierung

Die Koordinierung im Rahmen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik stößt in der EWU wie in der EU auf Grenzen, da sie freiwillig und ergebnisoffen ist und vom politischen Willen abhängt. Ein wichtiges Problem besteht darin, dass strukturellen Reformen, die kurzfristig einigen Gruppen Nachteile bringen und nur langfristige große Vorteile versprechen, in einer globalisierten Welt immer schwerer durchgesetzt werden können. Hierzu trägt auch der Umstand bei, dass die Phase starken weltwirtschaftlichen Wachstums von 2003 bis 2007 in vielen Industrieländern eine kontroverse öffentliche Debatte über zunehmende Ungleichheit der Einkommensverteilung ausgelöst hat. Andererseits sollte die nachlassende Konjunktur die Inangriffnahme von Strukturreformen argumentativ unterstützen, weil sich damit die Aussichten auf eine Konjunkturerholung deutlich verbessern lassen. Ein Ziel der Europäischen Kommission ist es daher, die politische Bindungswirkung von strukturpolitischen Maßnahmen zu erhöhen. Sie kann gemäß dem neuen Lissabonvertrag – ähnlich wie beim SWP – eine Warnung aussprechen, wenn ein Land mit der Umsetzung von Strukturreformen gemäß den Grundlinien der Wirtschaftspolitik im Verzug ist. Ob dies angesichts des mangelnden politischen Willens gelingt, ist allerdings zu bezweifeln.

## IV. Ausblick und Empfehlungen für eine bessere Economic Governance

### Risiken für Zusammenhalt der EWU

Wichtig für gedeihliche Entwicklung in Zukunft bleibt, dass EWU-Institutionen und die Mitgliedstaaten ihre Hausaufgaben machen und die bewährten Regeln der Economic Governance einhalten. Hierzu gehören vor allem das Plädoyer für Preisstabilität, die Unabhängigkeit der EZB, Budgetdisziplin und offene Märkte. Diese Grundsätze werden auch nach weiteren zehn Jahren EWU zweifellos noch gelten. Mit der Reform des Stabilitätspaktes und der Schaffung der Integrierten Leitlinien hat die Economic Governance der EWU bereits eine erste umfassende Revision erfahren. Darüber hinaus gibt es derzeit keinen grundsätzlichen Reformbedarf. Es gibt allerdings eine Reihe von Risiken für den künftigen Zusammenhalt der EWU, die im Fokus der wirtschaftspolitisch Verantwortlichen stehen sollten.

### Budgetpolitik

*Erstens* ist eine unzureichende Budgetkonsolidierung in wirtschaftlich guten Zeiten zu nennen. Pflichtgemäße Konsolidierung ist aber notwendig, um die Spielräume für eine antizyklische Finanzpolitik – zumindest durch die automatischen Stabilisatoren – zu erhöhen. Zudem muss Vorsorge getroffen werden für die zunehmenden finanzpolitischen Lasten der demografischen Entwicklung. Mangelnde Konsolidierung würde mit höheren Zins- und Abgabenbelastungen für die kleiner werdende zukünftige Generation einhergehen und damit die Wachstumsperspektiven dämpfen.

<b>Unzureichende Strukturreform</b>	<i>Zweitens</i> bergen mangelnde Strukturreformen Risiken, weil die Chancen für eine stärkere Flexibilisierung der Faktorpreise und eine höhere Wachstumsrate nicht genutzt werden. Damit würde das Wachstumspotenzial nicht ausgeschöpft und die Anfälligkeit gegenüber externen Schocks erhöht.
<b>Fokussierung auf Verteilung</b>	<i>Drittens</i> sollte die starke Fokussierung der öffentlichen Debatte auf Verteilungsaspekte ernst genommen werden. Sie reflektiert die Sorge in weiten Teilen der Bevölkerung, sie würde aufgrund der Globalisierung nicht oder zuwenig an den Früchten des Wachstums partizipieren und zu den Verlierern der Globalisierung gehören, obwohl die Mehrheit zu den Gewinnern gehört. Dies erhöht das Risiko, dass Strukturreformen im politischen Prozess auf der Strecke bleiben.
<b>Einkommensteuer braucht Korrekturen</b>	<i>Viertens</i> besteht – eng damit zusammenhängend – in mehreren EWU-Ländern die Notwendigkeit, leistungshemmende Bereiche im Einkommensteuertarif zu korrigieren und mittlere Einkommen zu entlasten. Die intensive Verteilungsdebatte könnte leicht den Blick für notwendige Korrekturen der Einkommensteuer verstellen.
<b>Divergierende Wettbewerbsfähigkeit</b>	<i>Fünftens</i> haben sich innerhalb der EWU Divergenzen in der Wettbewerbsfähigkeit ergeben, die die Akzeptanz des Euro und den Zusammenhalt der EWU vor eine Zerreißprobe stellen können. Die Südländer müssen beispielsweise restriktiver werden. Auch in diesem Zusammenhang müssen Strukturreformen eine wichtige Korrekturrolle spielen.
<b>Test der Economic Governance steht noch aus</b>	<i>Schließlich</i> steht der Test der reformierten Economic Governance unter Stressbedingungen – z.B. schwaches Wachstum – noch aus. Voraussichtlich steht er bald an, denn nach fünfjährigem kräftigem Wachstum der Weltwirtschaft ist – von den USA ausgehend – eine konjunkturelle Abkühlung im Gange, die in Europa ungeachtet der weiterhin dynamischen Entwicklung in Asien Spuren hinterlassen wird. Zudem zeigt die Entwicklung der Inflationsrate in der EWU, dass die EZB stabilitätspolitisch wachsam bleiben muss. Aus den Inflationserfahrungen der 70er und 80er Jahre wissen wir gerade in Deutschland, wie schwierig es ist, in einem Umfeld weltweit steigender bzw. hoher Inflationsraten die Preisstabilität „zu Hause“ zu sichern. Das Wort der Stagflation macht bereits die Runde. Es ist also zu erwarten, dass das Schiff Währungsunion zu Beginn der zweiten Dekade durch ein raueres weltwirtschaftliches Fahrwasser geleitet werden muss.
<b>Zehn Schlussfolgerungen</b>	<p>Die erwähnten Risiken dürften das nachhaltige Bestehen der Währungsunion aber nicht in Frage stellen. Die politische Verpflichtung, zu diesem Projekt zu stehen, ist bei den teilnehmenden Ländern fest verankert. Dennoch dürfte die Bewältigung der genannten Risiken leichter fallen, wenn sich die EWU-Länder frühzeitig wappnen.</p> <p>Beim Blick nach vorne dürften die folgenden <i>zehn wirtschafts- und währungspolitischen Schlussfolgerungen</i> bedenkenswert sein, um die Economic Governance der EWU zu stärken bzw. zu verbessern:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. <i>Der EWU fehlen die finanzpolitischen Strukturen, um im Falle einer Rezession konjunkturpolitisch gegensteuern zu können</i>, da das Zentralbudget – anders als in den USA – mit einem Ausgabenvolumen von 1% des BIP zu klein ist und die Budgetpolitik maßgeblich dezentral entschieden wird. Die EWU braucht daher einen großen Spielraum für eine automatische finanzpolitische Stabilisierung auf nationaler Ebene, damit ein Überschreiten der 3%-Defizitgrenze im Abschwung vermieden werden kann.</li></ol>
<b>Budgetpolitik: Vorsorgen in guten Zeiten</b>	<i>Schlussfolgerung:</i> Die Mitgliedstaaten müssen den Spielraum für eine antizyklische Fiskalpolitik schaffen, in der die automatischen

*Stabilisatoren vernünftig wirken können. Das setzt voraus, dass in Boomphasen viel konsequenter konsolidiert wird, als es derzeit geschieht (Frankreich und Deutschland sind hierfür schlechte Beispiele). Die reformierte SWP fordert ausdrücklich einen solchen finanzpolitischen Kurs. Die Kommission und v.a. der Rat müssen regelkonformes Verhalten stärker einfordern und dafür auch die im Lissabonvertrag vorgesehenen Instrumente nutzen.*

### Hohe Schuldenquoten zurückführen

2. EWU-Länder mit hoher Staatsverschuldung von über 90% des BIP (Griechenland, Italien) sind besonders anfällig für eine weitere Verschlechterung ihrer Fiskalposition, weil eine Abschwächung der Konjunktur oder ein Anstieg der Zinsen das Budgetdefizit rasch über 3% steigen lässt.

Schlussfolgerung: Europäische Kommission und Rat sollten mit den betreffenden Ländern eine längerfristige Strategie vereinbaren, um die Staatsschulden Richtung 60% des BIP zurückzuführen. Bei Verfehlung der Konsolidierungsziele müsste ein „Excessive deficit procedure“ zügig eingeleitet und Sanktionen verhängt werden. Unkooperatives Verhalten sollte deutlich an die Märkte (und Ratingagenturen) kommuniziert werden, um einen größeren Druck für höhere Zinsen (über eine höhere Risikoprämie) auf die staatliche Verschuldung des betreffenden Landes auszuüben.

3. Die wirtschaftspolitische Koordinierung vollzieht sich – über den SWP hinaus – mittels der Grundsätze der Wirtschaftspolitik, die aus allgemeinen Leitlinien für alle Mitgliedstaaten sowie strukturpolitische Prioritäten und Maßnahmen an einzelne Länder bestehen. Die Koordinierung von strukturpolitischen Maßnahmen im Rahmen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik stößt in der EWU wie in der EU allerdings auf Grenzen, da sie freiwillig und ergebnisoffen ist und vom politischen Willen abhängt.

### Nationale Prioritäten für Strukturreformen setzen

Schlussfolgerung: Die Debatte über wachstumsfördernde strukturpolitische Maßnahmen muss auf der nationalen Ebene fest verankert werden. Die Regierungen sollten die Nationalen Reformprogramme straffen und klare Prioritäten für strukturelle Reformen setzen. Diese brauchen oft politische Meinungsführerschaft, um durchgesetzt zu werden.

4. Eine stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik – Stichwort „europäische Wirtschaftsregierung“ – hat viele Befürworter. Die integrierten Leitlinien umfassen die Grundzüge der Wirtschaftspolitik, bei denen es u.a. um Strukturreformen geht, und die Beschäftigungspolitik, die sich von einem Rand- zu einem Kernthema der Koordinierung entwickelt hat. Hierbei hat die offene Methode der Koordinierung als Hebel für Kompetenzerweiterungen der EU eine wichtige Rolle gespielt. Diese Methode hat sich als flexibler Weg der freiwilligen Koordinierung auf Gebieten etabliert, in denen die EU vertraglich keine Zuständigkeit hat.

### Grenzen der Koordinierung beachten

Schlussfolgerung: Eine effizientere Koordinierung bei Strukturreformen innerhalb der EWU ist wünschenswert. Allerdings sollte die Forderung nach einer besseren Koordinierung nicht als Einfallstor für eine immer stärkere Kompetenzerweiterung der EU auf anderen Gebieten wie Arbeitsmarkt-, Beschäftigungs- und Sozialpolitik fungieren. Hilfreich für den Euro sind flexible Arbeitsmärkte und mobile Arbeitskräfte. Hierzu können Strukturreformen auf nationaler Ebene beitragen. Der Systemwettbewerb sollte nicht durch übermäßige Koordinierung beeinträchtigt werden, denn er erleichtert die Preisstabilisierung beim Euro.

**Verzerrungen bei Wettbewerbsfähigkeit korrigieren**

5. *Deutschland hat seit 1999 eine reale Abwertung in der EWU erfahren, weil die Inflationsrate unter dem EWU-Schnitt lag. Dies hat Deutschland den Vorwurf der „Beggary-neighbour“-Politik eingebracht. Deutschland hat seine Wettbewerbsfähigkeit durch eine Mischung aus massiver Restrukturierung der Unternehmen, Lohnzurückhaltung und (moderaten) Reformen im Rahmen der EWU-Regeln nachhaltig gestärkt und ist auf den Wachstumspfad zurückgekehrt.*

Schlussfolgerung: Der Vorwurf der „Beggary-neighbour“-Politik ist nicht gerechtfertigt, da Deutschland die Anpassungsmöglichkeiten innerhalb der EWU genutzt hat. Jedes Land muss – seinen Strukturen entsprechend – *eigene Wege beschreiten, um seine Wettbewerbsfähigkeit zu stärken*. Kernelemente sind hier Budgetdisziplin, Strukturreformen, Lohnzurückhaltung und Restrukturierung der Unternehmen. In diesem Zusammenhang gibt es auch künftig ein schwerwiegendes Anreizproblem, das darin besteht, dass eine schlechte Wirtschaftspolitik eines EWU-Landes nicht durch (deutlich) höhere Marktzinsen „abgestraft“ wird. Der Grund liegt in der festen Überzeugung der Märkte, dass jedes EU-Land angesichts der engen Verflechtung im Notfall der Hilfe der Partnerländer sicher sein kann, d.h. die „Non-bail-out“-Klausel des EU-Vertrages nicht zur Anwendung kommt (s. auch Punkt 2).

**Rotationsverfahren: Besser wäre einfache Lösung**

6. Die EWU-Erweiterung erschwert die *Entscheidungsfindung im EZB-Rat*. Das Rotationsmodell – die Antwort der EZB – könnte bereits ab 2009 angewandt werden. Es hat aber gravierende Nachteile, da es sehr kompliziert und intransparent ist.

Schlussfolgerung: Besser wäre eine einfachere, transparentere Lösung, beispielsweise eine *Vertretungslösung* ähnlich dem US-Modell. Hier rotieren die regionalen Vertreter im geldpolitischen Entscheidungsgremium ebenfalls, während der Weltfinanzplatz New York einen Dauersitz innehat. Frankreich und Deutschland sollten als größte Volkswirtschaften mit den Hauptfinanzplätzen der Eurozone dauerhaft im EZB-Rat vertreten sein, während die Vertreter der übrigen EWU-Länder rotieren.

7. Die Debatte über die Rolle der EZB bei der Bewältigung der Auswirkungen der Subprime-Krise auf Europa hat gewisse Unzulänglichkeiten im Krisenmanagement und im institutionellen Rahmen der Finanzaufsicht deutlich gemacht.

**Krisenmanagement stärken**

Schlussfolgerung: Die zunehmende Finanzmarktintegration und die wachsende Bedeutung von grenzüberschreitend tätigen Banken lässt eine *Europäisierung der Finanzaufsichtsstrukturen* immer wichtiger werden. Dies gilt für die Krisenprävention ebenso wie für ein effektives Krisenmanagement, das ein enges Zusammenspiel zwischen Zentralbanken, Finanzaufsichtsbehörden, Regierungen und Marktteilnehmer erfordert. Die EU-Mitgliedsländer haben das Problem erkannt und im August 2007 Einverständnis über die Grundlagen des Krisenmanagements in der EU in Form eines „Memorandum of Understanding“ erzielt. Es wird sich jedoch zeigen müssen, ob dies den Praxistest übersteht.

8. Bei der *EWU-Erweiterung* wird immer wieder die Frage debattiert, *ob die Konvergenzkriterien für den EWU-Beitritt noch angemessen sind*. Die Konvergenzkriterien haben sich bewährt und sollten im Interesse einer Gleichbehandlung beibehalten werden.

**Inflationskriterium anpassen**

*Schlussfolgerung:* Zweckmäßige Modifizierungen sollten nicht von vorneherein ausgeschlossen werden. Das Inflationskriterium ist relativ, d.h. am Durchschnitt der drei besten EU-Länder definiert. Da 10 Jahre nach der Euro-Einführung aber erst 15 der 27 EU-Staaten der EWU angehören, macht es keinen Sinn, den Beitritt eines Landes u. U. von Inflationsraten aus EU-Ländern abhängig zu machen, die nicht EWU-Mitglied sind. Der Maßstab könnte hier der Durchschnitt der drei EWU-Länder mit der niedrigsten Inflationsrate sein. Besser wäre es aber, die Definition der EZB für Preisstabilität – die Inflationsrate liegt unterhalb, aber nahe 2% – zu nehmen, wobei die Marge des Referenzwertes Flexibilität erlauben, aber deutlich kleiner als 1,5 Prozentpunkte sein müsste.

9. Explizites Ziel des Lissabonvertrages ist es, *das Gewicht der EWU in internationalen Gremien zu stärken*. Mehr Verantwortung und Einfluss ist angesichts der wachsenden internationalen Rolle des Euro angemessen. Bisher gelten komplizierte Regelungen bei der Vertretung in internationalen Foren (z.B. IWF, G7).

**Internationale Stimme stärken**

*Schlussfolgerung:* Die Eurogruppe sollte die verbesserten Rahmenbedingungen des Lissabon-Vertrages aktiv nutzen, um *international mit einer Stimme zu sprechen und dadurch der EWU mehr globales Gewicht zu verleihen*. Dies setzt zu allererst den *dezidierten Willen zur internen Meinungsbildung voraus, einschließlich der (internen) Abstimmung der Außenvertreter der E(W)U*. Die *Strukturen der internationalen Vertretung anzupassen, ist der darauf aufbauende nächste Schritt. Bis dahin ist es aber wohl noch ein weiter Weg*.

10. Der Euro wird derzeit gegenüber dem Dollar sehr hoch bewertet. Die Unternehmen der Eurozone müssen eine erhebliche Anpassungslast beim Abbau des riesigen US-Leistungsbilanzdefizits tragen und die Konjunkturrisiken in Europa steigen. Die Leistungsbilanz der Eurozone ist allerdings nahezu ausgeglichen. Da Japan und China jeweils hohe Leistungsbilanzüberschüsse erzielen, wäre eine deutliche Aufwertung des Yen und des Yuan gegenüber dem Dollar sachgerecht.

**Überzogene Anpassungslast vermeiden**

*Schlussfolgerung:* Die *Möglichkeiten der EWU, Einfluss auf die Wechselkursentwicklung der großen Währungen zu nehmen, sind derzeit gering*. Dies hat auch die Chinareise der drei offiziellen Währungsvertreter der EWU – Währungskommissar, Präsidenten der EZB und der Eurogruppe – im Oktober 2007 gezeigt. Im Interesse der EWU sollte aber derzeit ein weiteres starkes Überschießen des Euro/Dollar-Wechselkurses vermieden werden. Wichtig wäre es daher für die EWU, in der G-7 eine entsprechende Wechselkursorientierung durchzusetzen.

Werner Becker (+49 69 910-31713, werner.becker@db.com)

Der Autor dankt Tim Steffens für seine Zuarbeit zu dieser Studie.

## Anhang

### 1. Die Teuro-Debatte: Gefühlte Inflation höher als tatsächliche Inflation

Nach der Einführung des Euro am Anfang 2002 entflammte in mehreren EWU-Staaten eine kontroverse Debatte darüber, ob die amtliche Statistik die Inflationsentwicklung noch korrekt misst, da die von der Bevölkerung wahrgenommene („gefühlte“) Inflationsrate deutlich über der amtlichen Rate lag. Dies führte in Deutschland zur Wortschöpfung „Teuro“. Gemäß einer Umfrage der Europäischen Kommission im Herbst 2002 gaben mehr als 75% der Bevölkerung der EWU-Länder an, dass die Preise nach der Bargeldeinführung im Jahresverlauf kräftig gestiegen seien. Dagegen betrug die amtlich gemessene Inflationsrate 2002 im Schnitt nur 2,2% (Deutschland: 1,3%). Die „gefühlte“ Inflationsrate belastete die Akzeptanz des Euro und die Glaubwürdigkeit der bewährten amtlichen Preisstatistik.

Tatsache ist, dass Euroland im Zuge der Bargeldeinführung einen Preissprung bei der amtlichen Inflationsrate von 2,0% im Dezember 2001 (Deutschland: 1,7%) auf 2,7% im Januar 2002 (Deutschland 2,1%) erlebte. Gründe hierfür waren eine starke Verteuerung von Obst und Gemüse wegen eines Kälteeinbruchs in Südeuropa, Verbrauchssteuererhöhungen in einigen Ländern sowie spürbare Preiserhöhungen für häufig genutzte Dienstleistungen, v.a. im Gaststätten-, Frisör- und Reinigungsgewerbe. Allenfalls bei letzterem war der Euro Anlass, aber kaum Ursache für Preissteigerungen. Auch in den Folgejahren gab es immer wieder einmal Teuro-Debatten, z.B. 2007/08 angesichts global höherer Getreide- und Milchpreise.

Das Problem der gefühlten Inflation war Anlass für weiter gehende Untersuchungen. So ergab eine Sonderauswertung des Statistischen Bundesamtes für Deutschland im Jahre 2005, dass die Preissteigerung in den 30 Monaten nach der Bargeldeinführung mit 3,3% niedriger war als in den 30 Monaten vor der Bargeldumstellung. Dies hat allerdings kaum zur Versachlichung beigetragen. Prof. Brauchinger (Universität Freiburg/Schweiz) entwickelte für Deutschland in Zusammenarbeit mit dem Statistischen Bundesamt einen „Index der wahrgenommenen Inflation“ (IWI). Die wahrgenommene Inflationsrate lag in der Anfangsphase der EWU zeitweise sogar unter der amtlichen Rate, sie war aber von 2001 bis 2003 drei bis vier Mal so hoch.

Der IWI bildet das subjektive Inflationsempfinden dadurch ab, dass er Güter des täglichen Bedarfs stärker gewichtet. Dabei werden folgende Erkenntnisse der Wahrnehmungspsychologie berücksichtigt: (1.) die Menschen nehmen (Kaufkraft-)Verluste aufgrund steigender Preise stärker wahr als Gewinne durch sinkende Preise, (2.) Preissteigerungen bei häufig gekauften Gütern und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs werden stärker registriert als Preissenkungen bei selten erworbenen Gebrauchsgütern (z.B. PC); (3.) die Verbraucher vergleichen die aktuellen Preise nicht mit Vorjahrespreisen, sondern mit DM-Preisen von 2001.

Fazit: In der Teuro-Diskussion darf nicht übersehen werden, dass die amtliche und die wahrgenommene Inflationsrate auf völlig unterschiedlichen Methoden basieren. Die amtliche Teuerungsmessung hat sich seit Jahren bewährt und bleibt Grundlage für wichtige wirtschaftliche Entscheidungen, wie z.B. in der Geldpolitik oder bei Tarifverhandlungen. Der IWI stellt allenfalls eine Ergänzung, aber kein Ersatz der amtlichen statistischen Inflationsmessung dar. Der Euro ist demnach kein Teuro.

### 2. Euronoten und -Münzen weitgehend akzeptiert

In der Übergangszeit von 1999 bis 2001 war der Euro nur als Buchgeld verfügbar und das alte nationale Bargeld fungierte als „nichtdezimale Untereinheit des Euro“. Dies war dem Bürger schwer zu vermitteln und belastete die Akzeptanz des Euro. Erst mit der Einführung des Euro am Anfang 2002 (und dem Einziehen der alten nationalen Noten und Münzen) wurde der Euro zu einer „vollständigen“ Währung, die für die Bürger sichtbar und erlebbar ist. Der Euro wurde zunächst in 12 Ländern gesetzliches Zahlungsmittel, Slowenien folgte zu Jahresbeginn 2007 und Malta sowie Zypern Anfang 2008. Laut EZB betrug der gesamte Bargeldumlauf Ende 2007 697 Mrd. Euro. Die 50-Euro-Note wird am häufigsten verwendet. Auf Münzen entfallen nur 19 Mrd. Euro oder 2,8% des Bargeldes.

Nach einer Eurobarometer-Umfrage von 2006 geht die überwiegende Mehrheit der Bürger problemlos mit den Euro-Noten und -Münzen um. Sie rechnen bei Käufen von Gütern und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs weitgehend in Euro. Dies gilt auch zunehmend für große Anschaffungen (z.B. Kauf eines Autos oder eines Hauses). Als wichtigste Vorteile werden ein preiswerteres Reisen in Europa und verbesserte Preisvergleiche genannt. Viele Bürger sehen die Preiserhöhungen im Zuge der Einführung des Euro-Bargeldes als Nachteil (s. Kasten zum „Teuro“).

Die Denominierungen der Euro-Noten und -Münzen sind inzwischen weitgehend angenommen, nachdem es zu Beginn der Bargeldphase in denjenigen Ländern einige Schwierigkeiten bei der Verwendung von Euro-Münzen gab, in denen vor der Euro-Bargeldeinführung praktisch nur noch nationale Noten im Umlauf waren, wie z.B. in Italien, Österreich und Griechenland. Münzen wurden hier als unpraktisch empfunden. Die Beliebtheit von Banknoten in kleinen Denominierungen, die z. B. als Trinkgeld üblich waren, entfachte eine lebhaft diskutierte Diskussion über die Einführung einer 1-Euro-Note. Dabei stand auch der 1-Dollar-Schein Pate, der sich international großer Beliebtheit erfreut. Die EZB hat diese Idee jedoch 2004 mit dem Hinweis verworfen, dass die Nachfrage nach einer 1-Euro-Note in der gesamten Eurozone gering und ihr Druck kostspieliger als das Prägen einer 1-Euro-Münze sei.

Unterschiedliche Auffassungen gibt es auch hinsichtlich des Umlaufs von Münzen im Werte von 1 und 2 Cent. In Deutschland werden 1- und 2-Cent-Münzen beibehalten, weil Signalpreise (z.B. 99 Cent) im Handel eine wichtige psychologische Rolle spielen und ein zusätzlicher Teuerungseffekt befürchtet wird, wenn viele Einzelpreise auf volle 5 Cent aufgerundet werden könnten. Hingegen betrachten einige Länder das Prägen von 1- und 2-Cent-Münzen und ihre Verwendung im Handel als zu kostspielig. Finnland hat diese Münzen daher gar nicht erst eingeführt und nur für Sammlerzwecke geprägt. Die Niederlande und Belgien haben die 1- und 2-Cent-Stücke aus Kostengründen ab 2004 wieder aus dem Verkehr gezogen. In allen diesen Ländern werden die Preise auf die nächsten 5 Cent gerundet.





3. Stabilitätspakt	alt	neu
<b>Geringfügige, vorübergehende Überschreitung ist erlaubt bei:</b>	einem außergewöhnlichen Ereignis, z.B. einer Naturkatastrophe einer schweren Rezession (BIP-Rückgang > 2%) „sonstigen einschlägigen Faktoren“	zusätzlich: finanzielle Belastung durch Struktur-reformen, „andere relevante Faktoren“: Forschung europäische politische Ziele Internationale Solidarität Investitionsprogramme Rentenreformen Konsolidierungspakete besonders hohe EU-Beiträge
<b>Übermäßiges Defizit möglich bei:</b>	BIP-Rückgang > 2% BIP-Rückgang > 0,75%, wenn zusätzlich vorliegt: jäger Abschwung Produktionsrückstand weitere außerordentliche Umstände	zusätzlich bei: längerer wirtschaftlicher Stagnation oder sehr schwachem Wachstum
<b>Zeit für Abbau der Defizite:</b>	im Jahr nach der Feststellung	zusätzlich: Einsparungen von mind. 0,5% BIP p.a., bei Erstfrist berücksichtigen unter besonderen Umständen ist Erstfrist im 2. Jahr nach Feststellung möglich Frist wird verlängert bei erkennbaren Anstrengungen und schwacher Konjunktur
<b>Umsetzung der Korrektur-empfehlungen:</b>	in 4 Monaten	in 6 Monaten
<b>Mittelfristige Haushaltsziele:</b>	ausgeglichenes Budget oder Überschuss	1% Defizit bei geringen Schulden und hohem Potenzialwachstum 0% Defizit oder Überschuss, sonst
<b>Sparen und Schuldenabbau in wirtschaftlich guten Zeiten</b>		0,5% p.a. reduzieren, ohne Einmalmaßnahmen unerwartete Mehreinnahmen zum Schuldenabbau Frühwarnung

## Quellenverzeichnis

- Adrubali, P., B. Sorensen und O. Yosha (1996). Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963 – 1990. The Quarterly Journal of Economics. Vol. 111, No. 4, pp. 1081-1110.
- Bergsten, C. Fred (1997). The Dollar and the Euro. Foreign Affairs, July/August 1997.
- Bergsten, C. Fred. (2005). The Euro and the World Economy. Speech given at a conference on The Eurosystem, the Union and Beyond. The Single Currency and Implications for Governance. An ECB Colloquium Held in Honor of Tommaso Padoa-Schioppa. European Central Bank. April 27, 2005. Frankfurt am Main.
- Baldwin, Richard and Jacques Melitz (2006). The Euro's Trade Effects. ECB Working Paper Series. No. 594.
- Richard Baldwin (2006). In or out: Does it Matter? An Evidence-based Analysis of the Euro's Trade Effects. CEPS London.
- Bechtold, Sabine, Günther Elbel, Heinz-Peter Hannappel (2005). Messung der wahrgenommenen Inflation in Deutschland: Die Ermittlung der Kaufhäufigkeiten durch das Statistische Bundesamt. Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik Nr. 9.
- Becker, Werner (2007). Internationale Reservewährung Euro im Aufwind. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 46. Frankfurt am Main.
- Brachinger, Hans Wolfgang (2007). Den Käufer bei der Inflationsmessung ernst nehmen. In Börsenzeitung Nr. 70, 12. April 2007.
- Centre for European Policy Research (2008). Transparency and Governance. Monitoring the European Central Bank. No. 6. London.
- Deutsche Bank Research (1998). Europas neue Währung. Sonderstudie.
- Dieckmann, Raimar, Nikolaus Dominik Neundörfer, Immo Westphal (2006). EU-Asset Management. Der Weg zum europäischen Binnenmarkt für Investmentfonds. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 37. Frankfurt am Main.
- Dieckmann, Raimar (2006). EU-Retail Banking. Fortsetzung der europäischen Finanzmarktintegration. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 34. Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2003). Monatsbericht Mai. S. 79 ff.
- European Central Bank (2008). Globalisierung, Handel und die Gesamtwirtschaft des Euro-Währungsgebiets. Monthly Bulletin. Januar 2008.
- European Central Bank (2007). EU Banking Structures.
- European Central Bank (2007). Financial Integration in Europe.
- European Central Bank (2007). Review of the international role of the euro.
- European Central Bank (2007). The Euro Bonds and Derivatives Markets.
- European Commission (2006). Annual report on the euro area.
- European Commission (2007). Annual report on the euro area.

- European Commission (2008). EMU@10. Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. European Economy 2.
- Tagung des Europäischen Rates (2005). Schlussfolgerungen des Vorsitzes. Anlage II, Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Brüssel, 22. und 23. März 2005.
- Favero, Carlo und Francesco Giavazzi (2008). Should the Euro Area be Run as a Closed Economy? American Economic Journal. Mai 2008.
- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten und Andre Sapir (2008). Coming of Age: Report on the euro area. Bruegel Blueprint Series. Volume IV.
- Frankel, Jeffrey A. (2000). On the euro: the first 18 months. Deutsche Bank Research. EMU Watch No. 87. Frankfurt am Main.
- Issing, Otmar (2008). Der Euro. Geburt – Erfolg – Zukunft.
- La Malfa, Gorgio und Norbert Walter (2003). Reform der Maastrichter EWU-Regeln für ein verändertes wirtschaftliches Umfeld. Deutsche Bank Research. EWU-Monitor Nr. 96. Frankfurt am Main.
- Lommatsch, Kirsten und Silke Tober (2003). Reform der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank. Wochenbericht des DIW Berlin. Nr. 7/2003, S. 110 ff.
- Mundell, Robert (1961). A Theory on Optimum Currency areas. The American Economic Review. November 1961.
- Roubini, Nouriel (2007). EMU: divergence or convergence? Nouriel Roubini's Blog, RGE Monitor.
- Roubini, Nouriel, Elisa Parisi-Capone und Christian Menegatti (2007). Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations. RGE Monitor.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten: 2005/06, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, S. 404 ff.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten: 2006/07. Widerstreitende Interessen – ungenutzte Chancen. Geldpolitische Strategie der EZB. Ziffern 235 bis 260.
- Schildbach, Jan (2008). Banken in Europa. Die stille (R)Evolution. Entscheidend sind die letzten 10 Jahre, nicht 10 Monate. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 54. Frankfurt am Main.
- Schönberg, Stefan (2007). Why Germans Love the Euro, The International Economy, Spring.
- Speyer, Bernhard (2006). Bewertung der wirtschaftlichen Effekte des FSAP, Anmerkungen zur Methodologie. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 41. Frankfurt am Main.
- Norbert Walter, Stefan Bergheim (2008), Ziele und Aufgaben der EZB, Preisstabilität vs. Lender of last resort, Deutsche Bank Research, Beiträge zur europäischen Integration, EU-Monitor 52.
- Walter, Norbert und Bernhard Speyer (2007). Plädoyer für eine Europäisierung der Finanzaufsicht. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 48. Frankfurt am Main.
- Tuma, Zdenek (2007). Europe's club of nations needs a rule change. Financial Times, January 4, 2007.

## Exchange Traded Funds

Hohes Wachstumspotenzial dank innovativer ETF-Strukturen

Finanzmarkt Spezial, Nr. 55 ..... 28. April 2008

## Banken in Europa: Die stille (R)Evolution

Entscheidend sind die letzten 10 Jahre, nicht 10 Monate

Finanzmarkt Spezial, Nr. 54 ..... 26. Mai 2008

## EU-Arbeitsmarktpolitik

Schwierige Balance zwischen Subsidiarität und Zentralisierung

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 53 ..... 17. April 2008

## Ziele und Aufgaben der EZB

Preisstabilität vs. Lender of last resort

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 52 ..... 9. April 2008

## Immobilienpreise und Geldpolitik

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 51 ..... 20. Dezember 2007

## EU-Vertragsreform: Folgen für die Geldpolitik

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 50 ..... 23. Oktober 2007

## Europa einig Steuerland?

Gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuerbemessungsgrundlage (GKKB) geplant

Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 49 ..... 14. September 2007

## Plädoyer für eine Europäisierung der Finanzaufsicht

Finanzmarkt Spezial, Nr. 48 ..... 18. Oktober 2007

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

### Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research

Marketing

60262 Frankfurt am Main

Fax: +49 69 910-31877

E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2008. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg