

Die gemeinsame Geldpolitik von zwölf europäischen Staaten steht beispielhaft für die gelungene und breit akzeptierte supranationale Gestaltung eines Politikbereiches einschließlich der notwendigen politischen Institutionen. Darüber hinaus fördert die Währungsunion europäisches Denken in Politik und Wirtschaft gleichermaßen. Ihr Erfolg beflügelt die europäische Integration und die Erweiterung von Union und Währungsunion.

Vor rund fünfzig Jahren wurde die europäische Integration angegangen. Die europäischen Staatshäupter unterschrieben 1951 die Verträge zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl. Seither ist die wirtschaftspolitische Zusammenarbeit in Europa immer enger geworden. Im Jahr 1970 wurde mit dem „Werner-Plan“ die stufenweise Einführung einer Wirtschafts- und Währungsunion zum ersten Mal ins Auge gefasst. Die „Währungsschlange“ und das Europäische Währungssystem waren die nächsten Schritte, bevor 1989 das Vorhaben mit dem Delors-Bericht konkret wurde: Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) sollte in drei Stufen eingeführt werden. 1992 folgte mit dem Maastrichter Vertrag die Gründung der Europäischen Union, und 1993 konnte der Binnenmarkt vollendet werden. Ein Jahr später traten die Europäischen Staaten in die zweite Stufe der EWWU ein, das Europäische Währungsinstitut wurde als Vorläufer der Europäischen Zentralbank (EZB) gegründet. Sie nahm Mitte 1998 ihre Arbeit auf, und im

Januar 1999 gab der Euro als gemeinsame Währung für zunächst elf EU-Länder sein Debüt. Seit dem 1. Januar dieses Jahres läuft der Euro auch in bar um und wurde geradezu begeistert angenommen. Seit 1996 sichert der Stabilitätspakt die Geldpolitik in Europa ab.

Auf dem Weg zum europäischen Binnenmarkt gestaltete sich die wirtschaftliche und finanzielle Verflechtung der Mitgliedsstaaten immer enger. Der Euro verstärkt diesen Integrationsprozess; die gemeinsame Währung verändert nicht zuletzt die Wirtschaftsstruktur. Die Zunahme der Direktinvestitionsströme zeigt dies nachdrücklich. Seit dem Start der Europäischen Währungsunion 1999 nahmen die Direktinvestitionen innerhalb der EU kräftig zu. Im Jahr 2000 übertrafen sie das Volumen von 1999 um fast fünfzig Prozent. Im globalen Vergleich entfällt auf die Direktinvestitionsströme zwischen den Mitgliedsstaaten der EU mit 25 Prozent der größte Anteil aller Wirtschaftsräume. Das vertieft die wirtschaftliche Integration im Euroraum und setzt strukturelle Dynamik frei.

Mit der Vollendung des Binnenmarktes durch die gemeinsame Währung erhöht sich die Preistransparenz. Die Einführung des Euro-Bargeldes wird diese weiter verbessern und Preisdifferenzen einebnen. Der Verbraucher profitiert, und die Unternehmen werden im verschärften Wettbewerb zu Innovationen angespornt. Indem er die wirtschaftliche Integration fördert, deckt der Euro Verkrustungen auf. Der Euro fördert den Wettbe-

werb, der nicht nur die Unternehmen, sondern auch die europäischen Staaten dazu animiert, strukturelle Schwächen zu beheben.

Insbesondere auf den Finanzmärkten hat der Euro bereits tief greifende Veränderungen bewirkt. Der Geldmarkt ist mit dem Übergang zur gemeinsamen Währung zu einem einzigen europäischen Geldmarkt verschmolzen. Andere Finanzmärkte sind in ihrer Integration zwar noch nicht so weit fortgeschritten, doch hat sich etwa auf den *Bondmärkten* das Zinsdifferenzial zwischen den Mitgliedsstaaten auf dem Weg zur Währungsunion mittlerweile stark verengt. Der verbliebene *Zinsspread* von (im zweiten Halbjahr 2001) maximal fünfzig Basispunkten bei Regierungsanleihen ist hauptsächlich in der geringeren Liquidität der höherverzinslichen Titel begründet. Bonitätsunterschiede der Emittenten spielen eine Nebenrolle, und währungspolitisch begründete *Spreads* sind verschwunden. Der so genannte *home bias* der Investoren, die Bevorzugung von Emittenten aus dem Heimatland, bildet sich zurück. Die Diversifikation nach Ländern wird immer häufiger durch die Diversifikation nach Branchen ergänzt oder gar ersetzt. Unterschiede in den nationalen Gesetzeswerken, zum Beispiel im Steuer- oder Konkursrecht, und in der Infrastruktur der Märkte hemmen freilich auch die Integration der Wertpapiermärkte.

Je enger die wirtschaftliche und finanzielle Integration in einer Währungsunion ist, desto gleichmäßiger entwickeln sich die teilnehmenden Volkswirtschaften und umso besser passt die gemeinsame Geldpolitik für alle. In der Vorbereitungsphase der EWU haben die Vorarbeiten zur Erreichung der Maastricht-Kriterien den nominalen Konvergenzprozess in den bekannten Variablen Inflationsrate, Langfristzins, Staatsverschuldung und Wechselkurs beschleunigt. Die Mit-

glieder der Währungsunion dürfen aber in ihren Bemühungen um eine nachhaltige Konvergenz ihrer Volkswirtschaften nicht nachlassen. Es geht nicht nur um die nominale Konvergenz, sondern auch um die Konvergenz der Wirtschaftsstrukturen. Der Euro als gemeinsame Währung ist in dieser Beziehung hilfreich. Dies entbindet die nationalen Gesetzgeber aber nicht von ihrer Pflicht, die Flexibilität der Märkte zu verbessern und die gesetzlichen Rahmenwerke insbesondere für die Finanzmärkte zu harmonisieren.

Die Grundlage für erfolgreiche Integration und die wichtigste Form der Konvergenz, die innerhalb der EU erreicht wurde, ist die Konvergenz ordnungs- und wirtschaftspolitischer Leitbilder. Ohne diesen Grundkonsens zu stabilitätsorientierter Geld-, Fiskal- und Wirtschaftspolitik könnte eine Währungsunion nicht funktionieren.

Vergleiche mit historischen Währungsunionen

Die EWU hat in Europa viele Vorgänger. Immer wieder schlossen sich einzelne Gebietskörperschaften zu Währungsunionen zusammen. Drei dieser vielen EWU-Vorgänger wurden in der zweiten Hälfte des neunzehnten Jahrhunderts errichtet, einer Zeit, die durchaus Parallelen zur Welt der Jahrtausendwende aufweist. Im Zeitalter der Industrialisierung kam die wirtschaftliche Verflechtung rasch voran, denn sinkende Transportkosten ermöglichten eine immer engere Handelsverflechtung. Die Volkswirtschaften der Industrieländer wurden sich immer ähnlicher. Daher überrascht es nicht, dass sie die monetäre Integration anstrebten.

Im Zeitalter der so genannten Globalisierung erleben wir heute erneut markante Verschiebungen in der Wirtschaftsstruktur. Die Dienstleistungsgesellschaft befindet sich auf dem Weg zur Informationsgesellschaft. Die Kosten für Transport, Kommunikation und Information

sind in den letzten Jahrzehnten enorm gesunken. Die Handels- und Finanzbeziehungen werden immer enger. Dies gilt natürlich in besonderem Maße für die Staaten der Europäischen Union mit ihrem gemeinsamen Markt, der die vier Grundfreiheiten – Freizügigkeit für Personen, Kapital, Waren und Dienstleistungen – gewährt.

Was können wir aus den früheren Währungsunionen für die EWU lernen? Der direkte Vergleich einzelner Währungsunionen ist natürlich nicht sinnvoll, dafür unterscheiden sich die jeweiligen Rahmenbedingungen zu sehr. Die Geschichte wiederholt sich nicht. Dennoch können wir Hinweise erhalten, welche Faktoren den Erfolg oder Misserfolg derartiger Projekte begünstigen.

Lateinische Münzunion

Im Jahre 1865 schlossen sich Belgien, Frankreich, Italien und die Schweiz zur Lateinischen Münzunion zusammen. Griechenland stieß, wie übrigens auch beim Euro, kurze Zeit später hinzu. Die Lateinische Münzunion war als Vorstufe einer politischen Union gedacht, die jedoch nie realisiert wurde. Der Gründungsvertrag der Lateinischen Münzunion war in vielerlei Hinsicht nicht eindeutig. Er beließ den Teilnehmerstaaten einen großen Interpretationsspielraum, von dem sie regen Gebrauch machten. Mit der Vertragstreue war es nicht allzu weit her. Über eine gemeinsame Geldpolitik, geschweige denn eine gemeinsame Zentralbank verfügte dieser Währungsverbund nicht. Trotzdem hielt diese Währungsunion über sechzig Jahre, bis sie im Jahr 1927 ihr formelles Ende fand. Vor allem die Chance, sich auf dem ergiebigen französischen Kapitalmarkt zu finanzieren, hielt die alles in allem recht heterogenen Teilnehmerstaaten so lange zusammen.

Ganz anders sah es in der Skandinavischen Währungsunion aus. Schweden,

Dänemark und Norwegen schlossen sich 1872 zu einem Währungsverbund zusammen. Sie wollten damit die wirtschaftliche, politische und kulturelle Zusammenarbeit vertiefen. Der Gründungsvertrag der Union hielt im Prinzip fest, was bis zu diesem Zeitpunkt bereits geübte Praxis war. In gewisser Hinsicht war die Skandinavische Währungsunion widerstandsfähiger als die Lateinische Münzunion. Die drei Länder verfolgten ähnliche Entwicklungsstrategien, alle waren stark exportorientiert und alle zeigten eine große Anpassungsfähigkeit, wenn sie exogenen Schocks ausgesetzt waren. Heute würden wir sie wohl als konvergente Volkswirtschaften bezeichnen. Dennoch hatte die Währungsunion keinen Bestand. Sie fand ihr Ende 1931 in den Turbulenzen einer internationalen Bankenkrise. Diese Gemengelage macht es schwer, die genauen Gründe zu analysieren. Vieles spricht aber dafür, dass das Fehlen eines gemeinsamen geldpolitischen Rahmens ein wichtiger Grund war. Die drei Teilnehmerstaaten hatten ihre Geldpolitik zunehmend an nationalen Bedürfnissen ausgerichtet, als ein dem Ersten Weltkrieg vorausgehender Boom die Länder ungleichmäßig erfasste. Der Weltkrieg selbst war ebenfalls ein asymmetrischer Schock, auf den die Geldpolitik in den drei Ländern unterschiedlich reagierte. Schließlich zerbrach die Währungsunion im Jahre 1931 auch formell.

Ein drittes Beispiel ist die Deutsche Währungsunion des Jahres 1871. Auch für diese Währungsunion war das Feld gut bestellt. Erstens hatten die deutschen Staaten mit dem Deutschen Zollverein von 1834 einen Binnenmarkt geschaffen, wenngleich die Existenz unterschiedlicher Münzsysteme sein Funktionieren beeinträchtigte. Die Mobilität der Arbeitskräfte war erstaunlich hoch. Zweitens war der Währungsunion die politische Einigung Deutschlands unter preußischer Führung vorangegangen.

Mit dem Reichsbankgesetz von 1875 wurde eine gemeinsame Notenbank etabliert, die die Währungsunion vollendete. Die Mark wurde als gemeinsame Währung eingeführt.

Die EWU ist auf Dauer angelegt

Die Architekten der Europäischen Währungsunion haben sich die historischen Erfahrungen zunutze gemacht, um frühere Fehler nicht zu wiederholen. Im Jahr 1999 traten nach sorgfältiger Reifeprüfung anhand der Maastricht-Konvergenzkriterien elf Staaten in die dritte Stufe der Europäischen Währungsunion ein. Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) mit der Europäischen Zentralbank wurde errichtet. Die EZB wie auch die nationalen Notenbanken sind unabhängig. Ihr vorrangiges Ziel ist die Wahrung der Preisstabilität. Der Rat der Europäischen Zentralbank hat Preisstabilität definiert als einen jährlichen Anstieg der Verbraucherpreise von weniger als zwei Prozent.

Im Gegensatz zu früheren Währungsunionen in Europa wurde die EWU mit einem stabilitätsorientierten gemeinsamen Geldwesen ausgestattet. Mit dem Euro gibt es eine gemeinsame Währung. Schwierigkeiten, wie sie sowohl die Lateinische Münzunion als auch die Skandinavische Währungsunion erfuhren, als die beteiligten Zentralbanken einander widersprechende Geldpolitiken verfolgten, sind mit der zentralisierten Entscheidungsfindung ausgeschlossen.

Die Geldpolitik ist damit Vorreiterin in Europa. Sie ist der erste vollständig auf europäischer Ebene und allein unter gesamteuropäischen Aspekten ausgeführte Politikbereich. Der EZB-Rat trägt nun schon im vierten Jahr die geldpolitische Verantwortung für den gesamten Euroraum. Er hat sich zur Sicherung der Preisstabilität auf eine geldpolitische Zwei-Säulen-Strategie verständigt. Die Geldmenge spielt in dem geldpolitischen Kon-

zept des EZB-Rates als so genannte erste Säule eine prominente Rolle. Dem liegt die Erkenntnis zu Grunde, dass Inflation längerfristig immer ein monetäres Phänomen ist.

Für das jährliche Geldmengenwachstum hat der EZB-Rat einen Referenzwert festgelegt, derzeit 4,5 Prozent. In der zweiten Säule beobachtet der EZB-Rat eine Vielzahl von Preis- und Konjunkturindikatoren, anhand derer die mittelfristige Preisentwicklung abgeschätzt wird.

Für den Erfolg einer Währungsunion ist es unerlässlich, dass alle in nationaler Verantwortung verbliebenen Politikbereiche eine gemeinsame Stabilitätsorientierung teilen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt verpflichtet die Teilnehmer der Währungsunion, ihre Staatsfinanzen in Ordnung zu halten. Er konkretisiert und ergänzt so die in Artikel 104 EU-Vertrag festgehaltene Verpflichtung zu solider öffentlicher Haushaltsführung. Damit ist das konfliktfreie Zusammenwirken von Geld- und Fiskalpolitik sichergestellt. Denn eine tragbare und mäßige öffentliche Verschuldung verursacht keine Belastung des gemeinsamen Kapitalmarktes und gibt keinem Mitgliedsstaat Veranlassung, auf niedrige Zinsen zu dringen, um die Zinsausgaben ihrer öffentlichen Haushalte zu reduzieren.

Die Lohnpolitik ist ein weiterer in nationaler Verantwortung verbliebener Bereich. Die Tarifverträge sind in den letzten Jahren im Großen und Ganzen im Einklang mit der Produktivitätsentwicklung abgeschlossen worden. Die Inflationserwartungen, die in den Teilnehmerstaaten seit Beginn der Währungsunion trotz des in Sondereinflüssen begründeten Energie- und Nahrungsmittelpreisanstiegs unter zwei Prozent liegen, beweisen das Vertrauen in das Eurosystem und helfen den Tarifparteien, stabilitätsgerechte Abschlüsse zu vereinbaren.

Forschungsarbeiten auf dem Gebiet optimaler Währungsräume haben die

Konvergenz als eine entscheidende Voraussetzung für erfolgreiche Währungsunionen identifiziert. Während konvergente Volkswirtschaften mit einer gemeinsamen Geldpolitik prosperieren, verlangen divergente Volkswirtschaften nach individueller Politik. Die relative Homogenität der Mitgliedsstaaten der Skandinavischen Währungsunion dürfte wesentlich dazu beigetragen haben, dass dieser Verbund über einen langen Zeitraum hinweg erfolgreicher war als die Lateinische Münzunion, deren Teilnehmerstaaten größere Heterogenität kennzeichnete.

Die EU arbeitet seit mehr als einem halben Jahrhundert an der Errichtung und Fortentwicklung des europäischen Binnenmarktes. Die vier Grundfreiheiten haben die Entwicklung von einer Zollunion zu einem Binnenmarkt möglich gemacht. Die gesamte Europäische Union ist heute ein integrierter Wirtschaftsraum. Der Beitritt zur Währungsunion war und ist an die Erfüllung der Konvergenzkriterien nach Artikel 121 EU-Vertrag gebunden. Beitrittswillige Länder müssen einen „hohen Grad an dauerhafter Konvergenz“ aufweisen. Dauerhafte Konvergenz erfordert nicht nur die Erfüllung der Maastricht-Kriterien, sondern auch reale und strukturelle Konvergenz.

In einer Währungsunion mit gemeinsamer Geldpolitik entfällt der Wechselkurs als Anpassungsinstrument an asymmetrische Schocks, die auch konvergente Volkswirtschaften treffen können. Mitglieder einer Währungsunion bedürfen daher eines besonders hohen Maßes an Flexibilität auf ihren Güter-, Kapital- und Arbeitsmärkten. Wo es an Preisflexibilität mangelt – bei Löhnen ist das typischerweise der Fall –, kann Mobilität, so wie sie die vier Grundfreiheiten ermöglichen, einen Ausgleich darstellen.

Eine politische Union hat sich in der Geschichte als zuträglich für die Stabilität einer Währungsunion erwiesen. Die EU

bewegt sich langsam in diese Richtung. Die Verwirklichung einer politischen Union ist jedoch nicht zwingend für den Erfolg einer Währungsunion. Wichtig ist vielmehr die klare Stabilitätsorientierung der Verantwortungsträger in Geld-, Fiskal- und Wirtschaftspolitik. Eine gelebte Stabilitätskultur war auch die Grundlage für den Erfolg der D-Mark.

Alles in allem kann konstatiert werden, dass die Europäische Währungsunion auf ein langes Leben vorbereitet ist. Gestaltungselemente, die sich in früheren Währungsunionen als destabilisierend erwiesen haben, kennt die EWU nicht. Das institutionelle Rahmenwerk allein garantiert jedoch nicht den Erfolg einer Währungsunion. Es bedarf der Treue zur Union und eines europäischen Geistes, an dem es im EZB-Rat nicht mangelt. Rein nationale Erwägungen sind irrelevant für die Entscheidungen über die gemeinsame Geldpolitik für das Eurowährungsgebiet als Ganzes.

Erfahrungen aus drei Jahren

Wenn wir nach nunmehr gut drei Jahren gemeinsamer Geldpolitik Zwischenbilanz ziehen, verzeichnen wir einen Stabilitätsgewinn für Europa. Eine Phase der Preisstabilität wie zu Beginn der Währungsunion gab es in der Nachkriegszeit in Europa zuvor nicht. In den Jahren 1998 und 1999 lag die Preissteigerungsrate bei 1,1 Prozent. Im Jahr 2000 lag sie nach dem scharfen Energiepreisanstieg mit 2,3 Prozent etwas über der Zwei-Prozent-Marke des EZB-Rates. Primär externe Faktoren trieben sie im letzten Jahr auf durchschnittlich 2,6 Prozent hoch. Doch die Rate sinkt bereits seit Mai und dürfte bald wieder unter der Marke für Preisstabilität von zwei Prozent liegen. Im Schnitt der ersten drei Jahre der EWU betrug die Preissteigerungsrate rund zwei Prozent. Dieser Wert liegt sogar deutlich unter dem durchschnittlichen Preisanstieg in der D-Mark-Ära von 2,8 Prozent.

Wenn eine Währung stabil ist und wenn die Finanzmärkte Vertrauen in die Stabilitatorientierung der Zentralbanken haben, steigt das allgemeine Preisniveau auch in Krisenzeiten vergleichsweise moderat. Die Inflationserwartungen bleiben dann niedrig. Der große europäische Währungsraum kann exogene Schocks gut abfedern und hat dies in der Vergangenheit bereits mehrfach gezeigt. Das gilt für die Asienkrise 1997/99, den dritten olpreisschock im Frühjahr 1999, die einschneidenden Tierseuchen seit Ende 2000 und zuletzt die Terroranschläge. Die Wirkungen dieser Schocks traten zum Teil zeitgleich auf. Dennoch gab es im Euroraum ein hohes Niveau an Geldwertstabilität, sichere Finanzsysteme und praktisch keine spürbaren Verwerfungen auf den Märkten wie etwa steigende *Spreads* der Renditen verschiedener Staatsanleihen.

Euro zweitwichtigste Währung

Der Euro ist eine Währung, die auch international Vertrauen genießt. Der Euro ist heute die zweitwichtigste Währung der Welt. In dieser Beziehung konnte er fast nahtlos an die Rolle der früheren europäischen Leitwährung, der D-Mark, anknüpfen. Auf den Euro entfallen heute rund dreizehn Prozent der weltweiten Währungsreserven. Das ist in etwa der Anteil, den die D-Mark zuvor hatte, es ist aber etwas weniger als die Summe aller Vorgangerwahrungen des Euros. Der Dollar ist nach wie vor die wichtigste Reservewährung der Welt. Diese Stellung ist begründet in der hohen Liquidität der Dollarmarkte sowie der Verwendung des Dollars für Devisenmarktinterventionen und als Rechnungseinheit auf den Rohstoffmärkten.

Auf den Wertpapiermärkten gewinnt der Euro an Bedeutung. Knapp ein Drittel aller umlaufenden internationalen Emis-

sionen lautet heute auf Euro. Die europäische Gemeinschaftswährung hat auf den internationalen Wertpapiermärkten eine größere Bedeutung, als ihre Vorgangerwahrungen zu Beginn der Währungsunion zusammen hatten. Der Euro ist damit auch auf den internationalen Wertpapiermärkten die zweitwichtigste Währung nach dem Dollar. Ein ähnliches Bild zeigen die internationalen Aktiva der Banken; mit einem Anteil von 27 Prozent liegt der Euro auch hier auf Platz zwei.

Die Rolle des Euros als internationaler Währung entspricht in etwa dem Gewicht der Eurozone in der Weltwirtschaft. Fortschritte auf dem Weg zu liquiden, das heißt breiten und tiefen Kapitalmärkten, wie sie das Eurowahrungsgebiet anstrebt, werden die Verwendung des Euros als internationaler Reserve-, Anlage-, Finanzierungs- und Fakturierungswahrung begünstigen. Eine größere internationale Rolle des Euros kann Wirkungen auf die Geldpolitik haben. Da diese nach den Erfahrungen mit D-Mark und Dollar gut beherrschbar erscheinen, steht das Eurosystem einer Internationalisierung der Gemeinschaftswährung neutral gegenüber.

Die Geldpolitik hat als der bisher und wohl auch auf absehbare Zeit einzige vollständig europäische Politikbereich Vorreiterfunktion in Europa. Die Einführung einer gemeinsamen Währung mit einem eindeutig der Stabilität verpflichteten Rahmenwerk ist in der europäischen Geschichte einmalig. Der Euro hat Europa schon verändert, bevor er eingeführt worden war. Dieser Veränderungsprozess schreitet seit Beginn der Währungsunion weiter voran, und er ist gut für Europa. Die gemeinsame Währung festigt die europäische Identität, sie zeigt auf, wo noch wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf besteht, und sie hat die deutsche Stabilitätskultur zu einem gesamteuropäischen Gut gemacht.