

Währungsunion: Gefahr, Chance oder Utopie?

1. Es herrscht Unbehagen

Eigentlich ist erstaunlich, wie oft etwas, von dem man längstens gewusst hat, plötzlich zum Thema wird und Neuigkeitscharakter bekommt. Derzeit ist es die europäische Währungsunion, die namentlich im nördlichen Nachbarland hohe Wellen schlägt. Besorgnis und Angst, ja zuweilen beinahe Panikmache, sind Grundtenor der Meinungsäußerungen. Empfehlungen zur Umschichtung ganzer Vermögen werden abgegeben, Voraussagen über die Abwertung harter Eurowährungen und die Aufwertung der traditionell weichen Valuten in die Welt gesetzt, Warnungen vor dem Erwerb langlaufender DM-Obligationen ausgestossen. "Handeln, bevor es die Märkte tun", "Wird die D-Mark zum Euro-Dinar?", "Eine massive Kapitalflucht in den Franken?" - so etwa lauten die Titel in den Finanzpublikationen.

Der Vertrag über die Europäische Union wurde am 7. Februar 1992 in Maastricht unterzeichnet und trat am 11. November 1993 in Kraft. Viel Neues hat sich seither eigentlich nicht ergeben, und es stellt sich deshalb die Frage, weshalb das Thema der europäischen Währungsunion erst jetzt, dafür aber um so intensiver, diskutiert wird. Unseres Erachtens gibt es dafür zwei Gründe: Erstens rückt der laut Vertrag vorgesehene letztmögliche Termin zur Errichtung der Währungsunion in greifbare Nähe. Selbst die notorischsten Kurzfristdenker an den Finanzmärkten müssen sich damit zu befassen beginnen. Zweitens - und wahrscheinlich entscheidender - hat einer der wichtigsten Mitspieler in der Angelegenheit, die Bundesrepublik Deutschland, in der Zwischenzeit einschlägige "Währungserfahrungen" im Rahmen der Wiedervereinigung eingeholt. Erfahrungen, die unter die Haut gingen.

Das Thema ist mittlerweile so wichtig geworden, dass auch der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Dr. Markus Lusser, dazu Stellung genommen hat. Unter Aufgabe der üblichen Reserve eines Zentralbankchefs hat er unmissverständlich auf einige entscheidende Schwachstellen in der heutigen Konzeption der vorgesehenen Währungsunion hingewiesen und gleichzeitig bekräftigt, dass für die Schweiz das Verfolgen einer eigenständigen, nationalen Geldpolitik weiterhin unbestritten sei.

Es ist offensichtlich: Sowohl der Verlauf der Diskussion wie auch die Tatsache, dass geldpolitische Prominenz sich in dieser Weise zur Thematik äussert, weist auf ein grosses Unbehagen hin, das mit der europäischen Währungsunion verbun-

den ist. Es hat seinen Ursprung in den vielen offenen Fragen und Unbekannten, die das Maastrichter Vertragswerk hinterlässt. Unsicherheiten waren noch je das gefährlichste Gift für die Finanzmärkte. - Im Sinne einer Orientierungshilfe in unklarer Lage wollen wir versuchen, Eindeutiges festzustellen, Unklares einzugrenzen und Wahrscheinlichkeiten für das Eintreffen von Szenarien zu definieren. Die Materie ist schwierig. Dies als Vorwarnung und Entschuldigung zugleich.

2. Zur Ausgangslage

Die rechtlichen Grundlagen zur Währungsunion finden sich also, wie gesagt, in den Schlussdokumenten von Maastricht, die sich ihrerseits aufteilen in den "neuen Vertrag über die Europäische Union" und eine Anzahl zusätzlicher Protokolle und Erklärungen. Der entscheidende Unterschied zwischen Maastricht und den Römer Verträgen von 1957 liegt in der erweiterten Zielsetzung des Zusammenschlusses. Aus der Wirtschaftsgemeinschaft soll eine Wirtschafts- und Währungsunion werden. Es werden acht neue Politikbereiche genannt, in denen künftig Gemeinsamkeit herrschen soll, so unter anderem der Verkehr, die Umwelt, das Gesundheitswesen oder die Bildung. Die Währungsunion soll gleichsam das Abbild dieser harmonisierten Gemeinsamkeit sein, oder vielleicht noch treffender: Mittel zum Zweck.

Denn so deutlich aus den Dokumenten hervorgeht, dass die einheitliche Währung nur eines der vielen Elemente für den Erfolg einer europäischen Union sein soll, so zentral ist doch ihre Bedeutung zur Erreichung der Harmonisierungsziele. Ohne Einheitswährung keine gemeinschaftliche Steuer-, Finanz-, Sozial- und Wettbewerbspolitik. Dieser Punkt wird noch näher zu beleuchten sein. Nämlich die Frage, was denn wovon Wirkung sein soll: die einheitliche Währung als Folge einer gemeinschaftlichen Politik in den verschiedenen Bereichen - oder umgekehrt.

Für die Einführung einer einheitlichen Währung sieht der Maastrichter Vertrag drei Stufen vor.

- In der Stufe 1 wird der Kapitalverkehr liberalisiert, d.h. alle Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten sowie zwischen Mitgliedstaaten und Drittländern werden verboten. Mit der Inkraftsetzung des Maastrichter Vertrags im November 1993 wurde diese Regelung wirksam.
- Stufe 2 sieht die Schaffung einer europäischen Zentralbank vor, die zunächst eine Art "Trainingslager" zu absolvieren hat. Als Endzustand ist eine unabhängige Zentralbank gedacht; die nationalen Währungsinstitute hätten eine ähnliche Rolle wie die einzelnen Notenbanken des Federal Reserve Boards. Die Stufe 2 ist gegenwärtig im Gange.
- In der Stufe 3 wird sodann die Einheitswährung geschaffen, die einzelnen nationalen Währungen abgelöst.

Maastricht legt dabei einen Fahrplan fest, der folgende Endtermine vorsieht: Bis spätestens Ende 1996 soll der Europäi-

sche Rat mit qualifizierter Mehrheit entscheiden, ob eine Mehrheit der Mitgliedsländer die Voraussetzungen für eine einheitliche Währung erfüllt und ob der Beginn der Stufe 3 zweckmässig ist. Steht ein solcher Entscheid bis Ende 1997 aus, so beginnt die Stufe 3 am 1. Januar 1999 mit denjenigen Ländern, die dann die Voraussetzungen erfüllen, wobei diese mit qualifiziertem Mehr bestimmt werden.

Als Voraussetzungen gelten die vier berühmten Konvergenzkriterien, nämlich

- die Erreichung eines hohen Grades an Preisstabilität,
- eine auf Dauer tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand,
- die Einhaltung einer bestimmten Währungsstabilität gegenüber dem Europäischen Währungssystem,
- eine genügende Konvergenz der langfristigen Zinssätze.

Die EU-Kommission hat in der Zwischenzeit ein "Grünbuch" über die praktischen Vorkehrungen zur Einführung einer Einheitswährung verfasst. Die EU-Staats- und Regierungschefs haben im Juni dieses Jahres dem Dokument ihre volle Unterstützung zugesagt. Das Grünbuch unterteilt den eigentlichen Uebergang in drei Phasen.

- Phase A umfasst das Beschlussprozedere des Europäischen Rates zur Inkraftsetzung der Stufe 3 laut Maastrichter Vertrag.
- Phase B markiert den Beginn der Währungsunion durch unwiderrufliche Fixierung der einzelnen Landeswährungen gegenüber der neuerrichteten europäischen Währung.
- In der Phase C werden die nationalen Noten und Münzen durch europäisches Geld ersetzt.

3. Die Schwachstellen

Auf den ersten Blick mag dies alles, wenn auch kompliziert, so doch einigermaßen plausibel und eindeutig erscheinen. Bei Lichte besehen offenbaren sich aber doch einige sehr gravierende Mängel bzw. Unsicherheiten im Verfahren zur Einführung der Einheitswährung.

So sind die vier Konvergenzkriterien nur scheinbar eindeutig. Die in einem Zusatzprotokoll definierte nachhaltige Preisstabilität ist für ein bestimmtes Land dann erreicht, wenn die letztjährige Inflationsrate um nicht mehr als 1,5 % über der Rate der drei besten Länder liegt. Kein Wort jedoch darüber, ob die Berechnung auf dem Durchschnitt der drei besten Länder beruht oder etwa die Obergrenze lediglich weniger als 1,5 % über dem schlechtesten der drei besten Länder liegen darf.

Klarer scheint die Lage bei der Defizitbegrenzung zu sein. Laut Protokollnotiz liegt ein übermässiges Defizit dann vor, wenn die Defizitquote (gegenüber dem Bruttoinlandprodukt) 3 % wesentlich übersteigt. Im weiteren sind die Finanzverhältnisse nicht nachhaltig genug gesichert, wenn die Schuldenquote (Staatsschuld/Bruttoinlandprodukt) mehr als 60 %

beträgt. Die Problematik dieses Konvergenzkriteriums liegt weniger in der Definition als in der Frage der Datenerhebung. Wie verlässlich sind die Zahlen über die Staatshaushalte, die volkswirtschaftlichen Rechnungen, was alles wird berücksichtigt und was nicht? Wie steht es mit den Eventualverpflichtungen der Staaten, z.B. mit nicht verbuchten Pensionsverpflichtungen? Wie mit gemischtwirtschaftlichen Unternehmungen und eventuellen Nachschusspflichten? Inwieweit sind die Kommunen mitberücksichtigt?

Die geforderte Währungsstabilität erscheint ebenfalls nur auf den ersten Blick eindeutig, da nämlich lediglich "auf eigenen Vorschlag" erfolgte kompetitive Abwertungen geahndet werden sollen. Nur: Wer kann denn im Gefolge von Währungsturbulenzen feststellen, von wo aus der Stein ins Rollen gebracht wurde? Den Interpretationen stehen Tür und Tor offen.

Selbst die auf den ersten Blick sinnvoll erscheinende Zinskonvergenz weist Schwachstellen auf, denn wenn es einem Land gelingt, den Anschein für die Beitrittswahrscheinlichkeit hinaufzusetzen, dann gleichen die Märkte die Zinsdifferenzen automatisch aus. Und wenn der Zeitpunkt für den Beitritt näherückt, erfolgt dies noch in grösserem Ausmasse. Als Messgrösse für die effektive fiskalpolitische Orientierung eignet sich das Kriterium deshalb wenig.

Die in Finanzpublikationen häufig zu sehenden Aufstellungen über den Erfüllungsgrad der Konvergenzkriterien der einzelnen EU-Länder würden einen stattlichen zusätzlichen Apparat benötigen, in welchem die gewählten Definitionen von "Konvergenz" näher beschrieben sind. Es ist naheliegend zu folgern, dass die Finanzmärkte an einer solchen Unschärfe der Kriterien wenig Freude haben. Unbehagen herrscht.

Dieses Unbehagen gewinnt noch an Gewicht, wenn man das Einführungsprozedere - soweit es heute schon bekannt ist - genauer untersucht. So ist der durch das Maastrichter Abkommen geschaffene Zeitdruck politisch zwar durchaus verständlich. Man wollte den Kraftakt nicht auf den St.Nimmerleinstag verschieben. Oekonomisch ist die Einschränkung an Handlungsfreiheit aber deshalb problematisch, weil allein die Erreichung der Konvergenzkriterien, nicht aber das Vorhandensein anderer, möglicherweise noch wichtigerer Voraussetzungen für einen Währungszusammenschluss über das Go oder das No-Go entscheiden. SNB-Präsident Lusser bemängelt zu Recht das völlige Fehlen einer gemeinsamen Steuer- und Finanztransferpolitik.

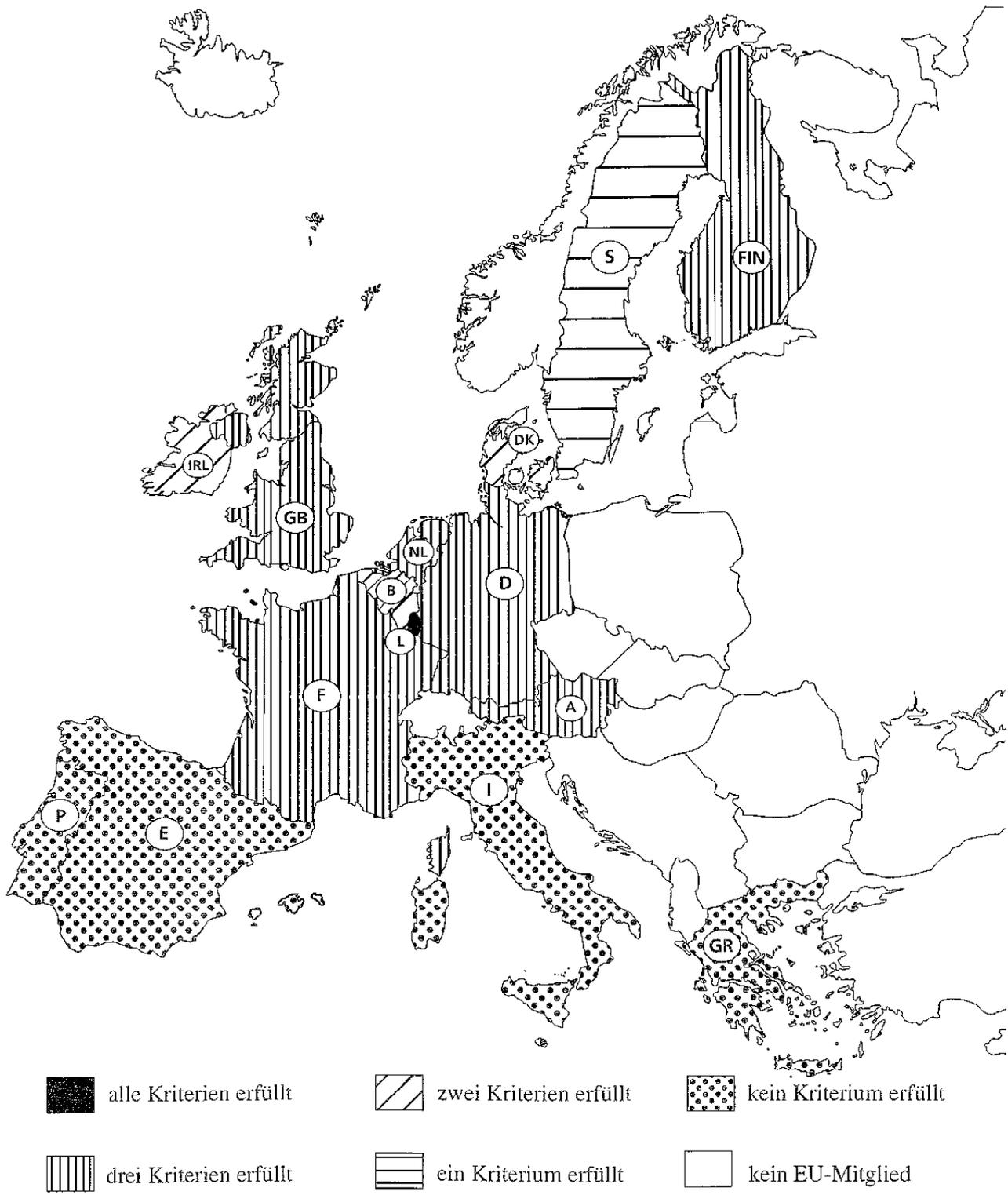
Ganz praktische Probleme ergeben sich aber auch aus der mangelnden Festlegung von (wichtigen!) Einzelheiten des Einführungsprozederes. So ist heute noch absolut unklar, wie die Fixierung der Wechselkurse zu Beginn der Phase B vor sich gehen soll. Bestimmen die Tageskurse die Fixierung? Das hätte, wenn das Datum auch nur ganz klein wenig bekannt würde, unabsehbare Folgen auf die Währungs- und Zinsmärkte. Sind die Beitrittsländer vorher schon bekannt? Die Finanzmärkte nähmen im Hinblick darauf Korrekturen, namentlich bei den langfristigen Zinsen, vor. Sind für Länder, welche die

WEGELIN & Co. ST. GALLEN

INHABER EUGSTER & Co.

PRIVATBANKIERS

Erfüllungsgrad von Konvergenzkriterien für die europäische Währungsunion



5. September 1995

Konvergenzkriterien nur teilweise erfüllen (das ist die Mehrheit), die man aus politischen Gründen aber dennoch gerne integrieren möchte, Währungsschnitte bei der Kursfixierung denkbar? Diejenigen, die ihren Investoren jetzt Anlagen in europäischen Weichwährungen empfehlen, sähen sich dann bitter enttäuscht.

All diese - und viele weitere - Schwachstellen im Konzept haben in effizienten Finanzmärkten ihre Auswirkungen nicht erst zur Stunde X, sondern führen zu Vorwirkungen, die den heutigen Gang der Dinge schon weitgehend bestimmen. Die Frankenstärke der letzten Jahre kommt nicht von ungefähr. Und die seltsam steile Zinskurve im DM-Bereich weist darauf hin, dass die Märkte für langfristige Anlagen eine beträchtliche Risikoprämie für künftige Enteignungsgefahren verlangen.

Wenn nun im nächsten Jahr die EU-Regierungskonferenz stattfindet, dann wird jede Veränderung der Situation, sei es in Richtung einer Klarstellung unscharf umrissener Prozeduren, sei es in Richtung einer weiteren Verpolitisierung des grundsätzlich primär ökonomischen Vorgangs, oder sei es gar in Richtung eines Aufschubs der Uebung, die Finanzmärkte beeinflussen. Gerüchteweise entstehende Vor-Ergebnisse, ja Fehlinformationen, sind in der Lage, bereits unangenehme Erschütterungen auszulösen. Es herrscht Unbehagen.

4. Szenario A: Die Währungsunion als Chance

Nehmen wir einmal an, es gelänge der EU in den nächsten Monaten und Jahren, die schlimmsten Schwachstellen im Bereich der Konvergenzkriterien auszuräumen, das Einführungsprozedere soweit zu präzisieren, dass daraus in den Märkten keine falschen Erwartungen erzeugt werden, Grundsätze über eine gemeinschaftliche (und durchsetzbare!) Steuer- und Finanztransfer-Politik zu formulieren und der Europäischen Zentralbank glaubwürdige Strukturen zu verpassen. Dann, aber nur dann, kann man sich einen einigermaßen reibungslosen Uebergang in ein System mit einer europäischen Währungsunion vorstellen.

Allerdings wären nur wenige Länder mit dabei: die Bundesrepublik Deutschland, Holland, Luxemburg, eventuell Irland, möglicherweise Oesterreich, Frankreich eher nicht, und der Rest Europas stände im Abseits des bisherigen EWS. Mit anderen Worten liefe die Währungsunion faktisch auf eine Ausweitung des DM-Bereichs hinaus und nicht auf wirklich europäische Dimensionen. Wenn man einmal von den politischen Fragwürdigkeiten einer solchen Lösung absieht, so ist es eigentlich der einzig ökonomisch einigermaßen vernünftige Weg. Eine Währungsunion, welche die Errungenschaften einer harten deutschen Währung nicht wesentlich verwässert, eine Währungsunion, die keine falschen Anreize in weniger disziplinierte Gegenden Europas sendet, eine Währungsunion, die lediglich noch zusammenfügt, was ohnehin schon recht konvergent ist.

An sich wäre durchaus denkbar, dass dann im Laufe der Zeit ein europäischer Staat nach dem andern die Qualifizierung

und damit die Beitrittswürdigkeit anstreben und erreichen würde. Und es ist nicht von der Hand zu weisen, dass auf die Länge ein Europa mit weniger Währungsvielfalt seine Vorteile hätte. In der Schweiz hatte bis ins letzte Jahrhundert jede Stadt ihre eigene Valuta. Die Einheitswährung Schweizerfranken wäre heute nicht mehr wegzudenken, und sie kam zustande, obwohl es zwischen dem untern Glattal und dem hintersten Krachen im Tessiner Seitental auch ein paar strukturelle Unterschiede gibt.

5. Szenario B: Die Politik hat die Oberhand

Der ökonomischen Vernunft - Schaffung von Eindeutigkeiten, Beschränkung auf das Machbare - steht das politische Kalkül weitgehend entgegen. Maastricht kam unter dem Eindruck der deutschen Wiedervereinigung zustande und war darauf ausgerichtet, das wiedererstandene mitteleuropäische Schwergewicht möglichst definitiv in europaweite Strukturen einzubinden. Aus dieser Sicht ist ein "Europa der zwei Geschwindigkeiten" gefährlich, ein auf Deutschland und seine Nachbarn reduzierter Kern inakzeptabel. Zumindest Frankreich und die ganze Benelux (also Belgien inklusive!), möglichst auch ein Teil Skandinaviens müsste mit dabei sein. Die Zweiteilung in einen Nord- und einen Südteil wäre dann noch genug problematisch.

Eine auf diese Weise zusammengezwimmerte Währungsunion hätte von allem Anfang an Stabilitätsprobleme, und auf die Deutschen käme, wie immer man es im Detail drehen und wenden würde, eine zweite Währungsverwässerung innert kurzer Zeit zu. Höhere Zinssätze und eine durch Abwertungstendenz gegenüber dem US-\$, dem Yen und dem Schweizerfranken erhöhte Inflationsgefahr wären die Folgen. Profiteure wären die zu günstigen Konditionen miteinbezogenen schwächeren Länder Europas.

Bei Oberhand des politischen Kalküls ist davon auszugehen, dass versucht wird, möglichst lange die Handlungsfreiheit zu wahren, was nichts anderes bedeutet, als dass die Schwachstellen im Konzept der Konvergenzkriterien und in der Festlegung des Uebergangsprozederes offenbleiben. Das ist Gift für die Finanzmärkte, denn diese müssen mit den Wahrscheinlichkeiten umgehen. Die Folge davon sind Risikoprämien, z.B. in der Form zu hoher Zinssätze.

6. Szenario C: Währungsunion bleibt Utopie

Der Maastrichter Vertrag ist wie jedes andere Schriftstück in gewisser Hinsicht nur ein Stück Papier, das notfalls teilweise unverwirklicht der Geschichtsschreibung anvertraut werden könnte. Denn wenn die verantwortlichen EU-Politiker vor der Wahl stehen, nach dem politisch völlig unmöglichen Szenario A vorzugehen oder aber mit dem ökonomisch fragwürdigen Szenario B die wirtschaftliche Stabilität Europas zu gefährden, dann wäre der (selbstverständlich als vorläufig deklarierte) Verzicht auf die Währungsunion nicht der letzte Ausweg aus einer relativ hoffnungslosen Situation.

Europa würde dann zwar in bezug auf seine integratorischen Visionen zurückgeworfen, könnte sich aber im Rahmen des

Machbaren und möglicherweise in etwas föderalistischerer Form in ruhigeren Bahnen weiterentwickeln. Die Aufgabe des ehrgeizigen Projekts der Währungsunion hätte voraussichtlich stabilisierende Auswirkungen, wenn auch gewisse weichere europäische Währungen infolge Wegfalls der Beitrittsphantasie zurückgestuft würden. Die langfristigen Zinssätze im DM-Bereich hingegen bekämen Spielraum nach unten.

7. Der Umgang mit Wahrscheinlichkeiten

Was nun effektiv eintreffen wird, ist sehr schwierig zu beurteilen. Mischformen der Szenarien sind durchaus denkbar. Die verschiedenen Interessengruppen werden im Laufe der nächsten Monate und Jahre in stetem Auf und Ab an Gewicht gewinnen und verlieren; entsprechend werden die Finanzmärkte die relativen Wahrscheinlichkeiten höher oder tiefer einstufen.

Die ökonomische Vernunft wird von den Notenbanken der stabilsten Länder, also insbesondere von der Deutschen Bundesbank, vertreten und hochgehalten. Vermutlich kann sich die Buba der Unterstützung eines grossen Teils der deutschen Bevölkerung erfreuen - ein Phänomen, das für Notenbanken nicht eben häufig vorkommen dürfte. Aber die Erinnerung an die Folgen der Wiedervereinigung sind noch zu frisch, als dass Schalmeienklänge von Seiten der classe politique bereits Wirkung zeitigen könnten.

Schwieriger sind die politischen Interessen zu orten. Der Hauptgrund dafür liegt im Umstand, dass der europäische Zusammenschluss von Anbeginn nie wirklich auf einem positiven Gestaltungswillen beruhte, sondern in erster Linie stets von einem Negativziel, der Domestizierung Deutschlands, geprägt war. Die Ortung des politischen Kalküls ist deshalb weitgehend die Frage nach der weiteren Notwendigkeit, Deutschland in Europa einzubinden. Sie scheint uns nach der Wiedervereinigung in zweierlei Hinsicht noch vermehrt gegeben:

- Europa hat nach dem Fall des Eisernen Vorhangs einen "Hinterhof" erhalten, mit dem es über kurz oder lang enger zusammenzuarbeiten gilt. Oder konkreter: in dem jemand gestaltend mitwirken muss. Oder ganz konkret: in dem eine ordnende Macht für Stabilität sorgen muss. Deutschland kann dies aus historischen Gründen nicht sein. Ob man will oder nicht - Europa ist aus Gründen der Ostpolitik notwendig.
- Diese Ueberlegung trifft auch aus deutscher Sicht zu. Denn der Defekt, auf unabsehbare Zeit hinaus keine wirkliche Aussen- und schon gar nicht Machtpolitik betreiben zu können, ist höchstens halbwegs heilbar, wenn dies auf dem Umweg über eine europäische Aussenpolitik doch noch erfolgen kann. Die europapolitischen Bemühungen jeglicher deutscher Staatsmänner sind nur unter diesem Blickwinkel wirklich erklärbar.

"Machtpolitik" ist das eine, die quasi naturgegebene Ausdehnungsfreude der politischen Klasse ein weiteres. Und die Tendenz, unter dem Titel des freien Binnenmarktes eine Art

superstaatliches Kartell mit Einheitswerten zur Zulassung von Salzgurken zu schaffen, eine letzte, starke Motivation für die Oberhand des politischen Kalküls.

Zum heutigen Zeitpunkt muss man die Wahrscheinlichkeiten des Eintreffens der zwei ersten Szenarien deshalb als ungefähr gleichwertig einstufen, was aber, zu Ende gedacht, die Wahrscheinlichkeit des Szenarios "Aufschub/Verzicht" erhöht. Denn es ist nicht abzusehen, dass ökonomische Vernunft und politisches Kalkül innert nützlicher Frist auf einen Nenner zu bringen wären.

8. Folgerungen

Aus unserer Sicht ist es völlig unangebracht, weil verfrüht, auf ein bestimmtes Szenario zu setzen und sich womöglich davon gar "sichere" Spekulationsgewinne zu versprechen. Zu vieles ist völlig offen. Das Abrücken von der harten DM in weichere europäische Währungen, weil diese ja dereinst von der relativen Verwässerung der DM profitieren könnten, erachten wir als gefährliches Spiel mit dem Feuer. Was, wenn der Beitrittskandidat dann doch keiner ist; was, wenn die Wechselkursfixierung nicht zu pari, sondern darunter erfolgt? Ebenso erscheint es uns als unrichtig, lange DM-Obligationen als gefährliche und deshalb zu meidende Anlagen zu bezeichnen. Die Risikoprämie ist angesichts der Zinsstruktur ja eingebaut - was will der Mutige mehr?

Sehr viel wird aber von der Geschicklichkeit der europäischen Staats- und Regierungschefs abhängen, ob es ihnen gelingt, 1996 ein einigermaßen glaubwürdiges weiteres Vorgehen zu definieren. Die Gefahr einer De-Stabilisierung des EWS im Umfeld der nächstjährigen Regierungskonferenz ist virulent. Der Gefahr kann nur begegnet werden, indem man außerhalb des EWS investiert. Konkret heisst das: mit Schweizerfranken tiefere Renditen in Kauf zu nehmen oder aber ein Dollarrisiko (allerdings mit anständiger Verzinsung) auf sich zu nehmen. Wir passen derzeit unsere Anlagepolitik in diese Richtung an.

Noch ein letztes. Im Zusammenhang mit der Währungsunion scheint dem Verfasser wenigstens eines sicher: Dass er heute nicht zum letzten Mal über das Thema geschrieben hat ...
