

**Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler**

Vize-Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Acht Jahre Währungsunion – Erfahrungen und aktuelle Aspekte**

Neujahrsempfang der Hauptverwaltung Hamburg

am 25. Januar 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

## Inhalt

1	Wo stehen wir in der Währungsunion? .....	2
2	Das Bargeld in der Währungsunion .....	4
3	Outputdivergenzen in der Währungsunion.....	5
4	Messung der Inflation.....	6
5	Inflationsdivergenzen im Euroraum.....	7
6	Schlussfolgerung: „Neujahrsvorsätze“ für Deutschland .....	9

## 1 Wo stehen wir in der Währungsunion?

Die Silvester- und Neujahrsfeiern sind vorbei, die Währungsunion hat aber im Laufe dieses Jahres eine Reihe von Anlässen zu feiern:

- Die Währungsunion hat seit Beginn des Jahres ein neues Mitglied mit Slowenien, dem Staat, der sich als erster aus dem ehemaligen jugoslawischen Staatenverbund löste und als derzeit einziger der neuen EU-Staaten die berühmten „Maastricht-Kriterien“ für den Euro erfüllte.
- Die Deutsche Bundesbank wird in diesem Jahr 50 Jahre alt; die EZB wurde vor neun Jahren (am 1.6.1998) errichtet.
- Last but not least die „Bargeldunion“; die Einführung des einheitlichen Eurobargeldes liegt 5 Jahre zurück; die Währungsunion startete mit damals 11 Staaten vor 8 Jahren.

Diese historischen Ereignisse bieten eine willkommene Gelegenheit, über einige Aspekte der Währungsunion zu sprechen. Das Wichtigste vorweg:

- Der Euro ist als stabile Währung voll in die Fußstapfen der DM getreten. Die durchschnittliche Preissteigerungsrate im letzten Jahr von 2,2 %, in Deutschland ca. 1,8 %, kann sich mit den guten Jahren der DM vergleichen (durchschnittliche Preissteigerungsrate in 50 Jahren DM 2,8 %). Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, dass das internationale Preisumfeld zu Zeiten der DM wesentlich schwieriger war als in den letzten Jahren in Folge der (inflationdämpfenden) Globalisierungseffekte und des Einflusses zunehmend unabhängiger Notenbanken.
- Der Euro hat als Reservewährung gewonnen und zur Zeit einen Anteil von etwa 25 % an den zurechenbaren Währungsreserven; auch wenn man diese Zahl um Wechselkurseffekte bereinigt, liegt sie doch deutlich über dem Anteil von 17 %, die die Vorgängerwährungen zusammen an den internationalen Währungsreserven hatten.

- Der Euro gewinnt auch als Handels- und Transaktionswährung an Bedeutung. Die deutsche Exportindustrie fakturiert 61 % ihrer Ausfuhren (in Nicht-EWU-Staaten) in Euro; 2002 waren es „nur“ 49 %. Ähnliche Anteile und Steigerungen werden auch von Italien, Luxemburg oder Spanien gemeldet.
- Auch an den Finanzmärkten hat der Euro an Bedeutung gewonnen: der Anteil der in Euro emittierten Anleihen am globalen Bestand liegt heute bei deutlich über 30 % - Tendenz stetig zunehmend.
- Schließlich - und vor allem - ist der Euro durch seine Stabilität dem Wachstum förderlich. Preisniveaustabilität bedeutet ja:
  - Die Kaufkraft der Verbraucher wird geschont.
  - Die Zinsen für Investitionskredite sind niedriger als sie ceteris paribus bei höheren Inflationsraten wären.
  - Ein preisstabiler Wirtschaftsraum ist – nicht nur, aber auch wegen des Zusammenhangs von innerer Stabilität und äußerer Stärke einer Währung – attraktiv für den Zustrom von Investitionskapital aus Drittländern.
  - Speziell im Fall des Euro: Der Wegfall des Wechselkursrisikos in einem Binnenmarkt mit 314 Millionen Menschen erhöht die Exportsicherheit der knapp 17 Mio. Unternehmen im Währungsraum. (43 % der Exporte der deutschen Unternehmen gehen in den Euroraum).

Neben diesen positiven Daten und den eingangs erwähnten Terminen, die eine gewisse vornehme Feierstimmung nahelegen, gibt es leider auch Erscheinungen, die diese Stimmung beeinträchtigen: in manchen Staaten gibt es – meist im Zusammenhang mit Wahlkämpfen – Tendenzen, den Euro oder die EZB als Sündenbock für wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen hinzustellen und speziell die Unabhängigkeit der EZB zu kritisieren, manchmal sogar eine Änderung der Statuten zu fordern.

Hier gilt es wachsam zu sein. Wie in der Geschichte der DM die Unabhängigkeit der Bundesbank, so ist für die noch junge Geschichte des Euro die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank und der Notenbanken des ESZB eine wesentliche Grundlage des gemeinsamen Stabilitätskonsenses.

Lassen Sie mich nach diesen kurzen Bemerkungen etwas näher auf drei Aspekte der Währungsunion eingehen:

- die Rolle des Bargeldes in der Währungsunion
- die Beurteilung der Wachstumsdivergenzen und schließlich
- der Inflationsdivergenzen im Euroraum.

## 2 Das Bargeld in der Währungsunion

Als wir vor etwas mehr als fünf Jahren, ab dem 17. Dezember 2001 die sogenannten Starter-Kits (10,23 Euro für 20 DM) verteilten, dachte wohl kaum einer, dass die Zuwachsraten des Euro-Bargeldes so hoch sein würden: im Euroraum sind heute 628 Milliarden im Umlauf, davon in Deutschland emittiert 260 Milliarden<sup>1</sup>. Die Zuwachsraten waren jedes Jahr zweistellig, wenn auch mit abnehmender Tendenz und lagen somit deutlich über dem Zuwachs des nominalen BIP.

Nun ist – trotz einiger überschwänglicher Pressemeldungen zum Jahresende<sup>2</sup> – hervorzuheben, dass die Stärke einer Währung und das Vertrauen in eine Währung an deren Preisniveaustabilität zu messen ist. Aber: auch im Bargeld als dem unmittelbar „greifbaren“ und physisch erlebbar Teil einer Währung zeigt sich das Vertrauen der Bürger. Es ist deshalb auch unsere Aufgabe dafür zu sorgen, dieses Vertrauen in die äußere Qualität des Euro zu erhalten und zu festigen.

- Dies gilt insbesondere für die Fälschungssicherheit des Eurobargeldes. Nach einigen Jahren steigender Falschgeldzahlen, in denen sich die größere Attraktivität der neuen Währung leider auch für internationale Geldfälscherringe zeigte, sind die Falschgeldzahlen sowohl im Euroraum wie speziell in Deutschland wieder gesunken und haben bei uns in etwa das Niveau erreicht, wie es in den Zeiten der DM zu beobachten war: auf 10.000 Einwohner kommen derzeit in Deutschland etwa fünf im Zahlungsverkehr registrierte falsche Banknoten (im Euroraum sind es 19) oder ca. zehn falsche Banknoten pro 1 Million emittierter Banknoten (im Euroraum über 50). Auf diesen Erfolg können wir speziell in Deutschland stolz sein, hat unser Land doch offene Grenzen zu 9 anderen Ländern und ist somit von „Falschgeld-Importen“ weniger leicht abzuschotten als z. B. Staaten mit Insellage. Neben der Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit, der guten Zusammenarbeit mit den Polizeibehörden bei der Falschgeldrepression gilt es hier auch ein Wort des Dankes zu sagen an die Mitarbeiter in den Filialen und Hauptverwaltungen der Bundesbank für ihr Engagement bei der Falschgeldprävention und der Einschaltung in die Geldbearbeitung.
- Ein Zweites: Für das Vertrauen in das Bargeld wichtig ist auch der Weg der Vorbereitung der zweiten Euroserie, die voraussichtlich ab 2010 schrittweise in Umlauf kommt. Die wesentliche Änderung werden neue bzw. verbesserte Sicherheitsmerkmale sein. Bei den Beratungen in den ESZB-Gremien habe ich Wert darauf gelegt,

<sup>1</sup> Zum Vergleich DM-Umlauf in den Jahren vor der Währungsunion: im Jahre 2000 278 Mrd. DM oder 142 Mrd. Euro

<sup>2</sup> Zum Beispiel Bild-Zeitung vom 29.12.2006: „Dollar überholt - Euro stärkste Währung der Welt“.

dass hierbei wenigstens ein neues Sicherheitsmerkmal („quantum leap“) aufgenommen wird, das auch für den Bürger in Alltagssituationen – im Restaurant, an der Supermarktkasse, am Fahrkartenautomaten – nutzbar ist. Im Übrigen soll sich an dem mittlerweile vertrauten Erscheinungsbild des Euro nichts Wesentliches ändern: Es bleibt bei dem Design mit Architekturelementen – Fenster, Türen und Brücken – als Symbole für Offenheit und Verbindungen in Europa; es bleibt bei den eingeführten Unterschieden in Größe und Farbe der Banknoten.

### 3 Outputdivergenzen in der Währungsunion

Lassen Sie mich von den konkret-praktischen Fragen des Bargeldes zu mehr abstrakt-ökonomischen Aspekten der Währungsunion kommen: Seit Beginn der Währungsunion gab und gibt es kritische Stimmen, die das Funktionieren der Währungsunion in Frage stellen, indem sie auf Unterschiede im BIP-Wachstum zwischen den Mitgliedstaaten sowie auf unterschiedliche nationale Inflationsraten hinweisen.

Nun sind die Wachstumszyklen der Euro-Mitgliedstaaten seit Beginn der Währungsunion weitgehend parallel verlaufen.

Technisch gesprochen: Der Korrelations-Koeffizient der jeweiligen Output-Lücke beträgt 0,7, im Verhältnis zu Nicht-EWU-Ländern der OECD 0,3.

Diese Annäherung fand übrigens zum größten Teil bereits in den 90er Jahren in den ersten beiden Stufen der Währungsunion statt. Die gemeinsame Geldpolitik braucht also nicht zu befürchten, dass ein Mitgliedstaat gerade eine Rezession durchläuft, während sich ein anderer eines Booms erfreut.

Trotz des zunehmenden Gleichlaufs der Zyklen gibt es aber durchaus Divergenzen im Niveau des Wachstums, der Höhe der Wachstumsraten. Gemessen an der ungewichteten Standardabweichung der Wachstumsraten streut das BIP-Wachstum seit 2004 um ca. 1,5 %-Punkte zwischen den Mitgliedstaaten. Noch Ende der 90er Jahre lag diese Streuung bei knapp 3 Prozentpunkten und hat seitdem recht kontinuierlich abgenommen.

Für die Wachstumsdivergenzen gibt es eine Reihe von Gründen: sie mögen in der demographischen Struktur der Bevölkerung der einzelnen Länder, in der Arbeitsproduktivität und/oder dem Auslastungsgrad des Arbeitskräftepotentials liegen. Ferner sind unterschiedliche Entwicklungen der Lohnstückkosten, der Arbeitsmarktregulierung und anderer struktureller Faktoren zu betrachten. Da die einheitliche Währung naturgemäß nicht Unterschiede in der Lohnpolitik der Tarifpartner, nicht Unterschiede in der Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik einebnet, müssen sich Unterschiede in den Rahmenbedingungen auch in Wachstumsdivergenzen auswirken. Gewisse Wachstumsunterschiede sind also nicht nur natürlich, sondern zu

einem gewissen Grad – wenn sie den Anpassungsprozeß reflektieren – sogar wünschenswert. Insgesamt aber sind die Wachstumsdivergenzen im Euroraum über die Jahre hinweg gesehen nicht höher als in anderen Währungsräumen wie etwa der USA und nur leicht höher als innerhalb der einzelnen Länder der Währungsunion.

Die Geldpolitik muss – wie auch früher in Deutschland in Zeiten der DM – auf den gesamten Wirtschafts- und Währungsraum schauen, mit mittelfristiger Preisniveaustabilität einen Wachstumsbeitrag für den gesamten Raum leisten. Mittelbar leistet die einheitliche Währung einen gewissen Beitrag zur Überwindung struktureller Probleme: da der „Wechselkurs-schleier“ innerhalb des Währungsraumes weggefallen ist, fällt es leichter, strukturelle Probleme, etwa des Arbeitsmarktes, des Altersaufbaus an der Wurzel zu diskutieren und zu lösen. Denn der (scheinbare) Ausweg, auf Wechselkursveränderungen innerhalb des Wirtschaftsraumes zu verweisen und hierin die Ursache für Fehlentwicklungen zu sehen, ist in der Währungsunion nicht mehr gangbar.

## 4 Messung der Inflation

Ein zweiter Kritikpunkt am Euro-Währungsraum zielt auf die Inflations-Inhomogenität innerhalb der Währungsunion. Bevor ich hierauf eingehe, möchte ich diese Gelegenheit zu ein paar grundsätzlichen Anmerkungen zur Inflationsmessung nutzen.

Der EZB-Rat hat Preisstabilität definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für den Euroraum von unter, aber nahe zwei Prozent in der mittleren Frist.

Betonen möchte ich ausdrücklich beide Satzteile der Definition, nicht nur „nahe“ sondern „unter“. Die manchmal zu lesende verkürzte Wiedergabe „Preissteigerungen in der Nähe von 2 %“ wäre eine Aufweichung, die nicht im Sinne des Erfinders läge.

Aber auch die Orientierung der Preisstabilitätsdefinition am Gesamtinflationsmaß („headline-inflation“) stößt nicht auf ungeteilte Zustimmung. Vielmehr ist des Öfteren die Anregung oder Forderung zu vernehmen, das Eurosystem solle sich eher an Kerninflationsraten („core inflation“) orientieren, die die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise ausblenden. Alan Blinder hat in diesem Kontext einmal gesagt, damit wolle man anstreben „to distinguish the signal from the noise“, also geldpolitisch relevante Signale von zufälligen Schwankungen zu unterscheiden. Dem stehen im Wesentlichen drei Argumente entgegen:

- Zunächst gibt es nicht den Index zur Messung der Kerninflation, sondern zahlreiche Indizes. Denn die genannten Komponenten – Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel – sind zwar durchaus volatil, zählen aber nicht durchgängig zu den Gütern höchster Volatilität. Daher gibt es auch andere Indizes, mit denen die jeweils volatilsten Komponenten entweder herausgerechnet werden oder nur

mit einem geringeren Gewicht eingehen. Eine Entscheidung über die geeignete Methode der Preismessung würde somit in ein Spannungsverhältnis zur Vertrauensfunktion der Preismessung für die Geldpolitik kommen – auf gut deutsch: ihr würde eine Portion Willkür anhaften.

- Zweitens ist es für die Aufgabe und Funktion der Notenbanken letztlich irrelevant, über welche Kanäle ein allgemeiner Preisdruck entsteht. Im Endeffekt nehmen die Bürger die Teuerung des gesamten Warenkorbs wahr und müssen den gesamten Warenkorb bezahlen. Die Notenbank käme zurecht in die Kritik, begründete sie z. B. eine expansive Zinspolitik bei (drohenden) hohen headline-Inflationsraten mit niedrigeren (erwarteten) Kerninflationsraten.
- Drittens zeigt die Beobachtung: Kerninflationsraten sind keine systematisch vorlaufenden Indikatoren, sondern laufen im Gegenteil nicht selten der headline-Rate hinterher. Dies war schon bei den Ölpreisschocks der 70er und 80er Jahre zu beobachten. Damals lag die headline-Inflation zuerst deutlich über der Kerninflation und fiel einige Zeit später – auch wegen der dann entlastend wirkenden Basiseffekte – unter die Kerninflation. Erst nach einiger Zeit, als Erst- und Zweitrundeneffekte „durchgelaufen“ waren, pendelten sich beide Indizes wieder auf ähnlichen Niveaus ein.

Auch in der derzeitigen Periode hoher Ölpreise kann man nicht davon ausgehen, dass diese spurlos am Kerninflationsmaß vorbeigehen wird. Da die Ursachen der Öl- und Energiepreissteigerungen diesmal mehr auf der Nachfrageseite (Einbindung von Schwellenländern wie China und Indien in die Weltwirtschaft), als auf der Angebotsseite (Ölverknappungen durch OPEC-Kartell in den 70er Jahren) liegen, ist von einer gewissen Dauerhaftigkeit des Energiepreisanstiegs auszugehen. Ein persistenter Energiepreisanstieg pflanzt sich aber über unterschiedliche Kanäle fort – man denke nur an die Mietnebenkosten, den öffentlichen Personennahverkehr, Flugreisen und damit Urlaubskosten – und kann über Zweit- und Drittrundeneffekte später auch energieferne Komponenten erreichen. Da geldpolitische Entscheidungen immer mit einer gewissen Zeitverzögerung wirken, wäre eine Reaktion zu spät, würde sie erst auf gestiegene Kernraten reagieren.

Der Blick auf die Kerninflation kann deshalb für die Analyse des Preisumfeldes durchaus nützlich sein, nicht aber für die Prognose der Preisentwicklung.

## 5 Inflationsdivergenzen im Euroraum

Lassen Sie mich zurückkommen zu der zentralen Fragestellung der Inflationsdivergenzen im Euroraum.

Aus den Erfahrungen der ersten acht Jahre der Währungsunion lassen sich die folgenden Erkenntnisse gewinnen:

- Zunächst ist das Ausmaß der Inflationsunterschiede (Inflationsheterogenität) schon im Vorfeld der Euroeinführung 1999 deutlich zurückgegangen.
- Von 1999 bis 2004 pendelte die ungewichtete Standardabweichung der nationalen Inflationsraten um ca. 1 Prozentpunkt. Seit 2004 lag sie nur in drei Monaten über einem Prozentpunkt. Die Heterogenität der nationalen Inflationsraten im Eurosystem ist somit zwar etwas höher als im deutschen DM-Raum vor der Währungsunion, im Quervergleich mit anderen großen Wirtschaftsräumen, vor allem den USA, liegt sie aber im üblichen Rahmen.
- Auffallend ist aber ein zweiter Aspekt, nämlich die in einigen Ländern zu beobachtende Dauerhaftigkeit (Persistenz) in den Abweichungen der Preisrate vom Durchschnitt bzw. eine „Trägheit“ in der Korrektur über- oder unterdurchschnittlicher Inflationsraten. So lag die Inflationsrate in Deutschland seit Einführung des Euro in jedem Monat unter oder auf Gleichstand mit der des gesamten Eurosystems, im Durchschnitt um 0,6 %-Punkte. In Finnland ist das Bild mit einem durchschnittlichen Abstand von 0,5 %-Punkten ähnlich. Die spanische oder die portugiesische Inflationsrate dagegen waren kontinuierlich über der des Eurosystems, im Durchschnitt 1,1 bzw. 1,0 %-Punkte.

Diese Beobachtungen werfen zwei Fragen auf: entstehen einem Land mit systematisch niedrigen Inflationsraten nicht Nachteile durch den relativ höheren Realzins innerhalb der Währungsunion und (zweitens) was bedeuten die unterschiedlichen Inflationsraten für die gemeinsame Geldpolitik ?

- Das „Realzinsargument“ hatte in den letzten Jahren vor allem in Deutschland eine gewisse „Verführungskraft“; erlaubte es doch (scheinbar) die Debatte um wirtschaftliche Schwierigkeiten nicht mit „harten Standortthemen“, sondern mit Hinweisen auf Effekte der Geldpolitik in der Währungsunion zu führen. Das Realzins-Argument ignoriert aber zunächst, dass für die langfristigen Investitions- und Konsumententscheidungen die Inflationserwartungen größere Bedeutung haben als realisierte Preisraten. Die längerfristigen Inflationserwartungen liegen aber sowohl für den Euroraum als auch für Deutschland bei ca. 1,9 %. Auch der Blick auf die Wirklichkeit zeigt: neben Deutschland hatte Finnland meist niedrigere Inflationsraten als der Durchschnitt des Euroraums. Im Gegensatz zu Deutschland lagen die Wachstumsraten Finnlands jedoch deutlich über dem Euroraumdurchschnitt.
- Der zentrale Punkt ist aber: das Realzins-Argument vernachlässigt die positiven Effekte höherer Preisstabilität im einheitlichen Währungsraum. So hat sich Deutschland über die Jahre hinweg einen relativen Kosten- und Preisvorteil gegenüber dem Durchschnitt des



Euroraums von gut neun Prozent<sup>3</sup> erarbeitet, einer der Gründe für die Exportstärke unserer Unternehmen im Euroraum. Das Realzins-Argument kehrt sich somit – auf die mittelfristige Wirkung bezogen – in sein Gegenteil um. Manche sprechen hier vom Effekt „realer Wechselkursveränderungen“ innerhalb der Währungsunion, im Falle Deutschlands also von realer Abwertung, im Falle der Mitgliedstaaten mit höheren Inflationsraten von realer Aufwertung. Dies ist zwar ein plastischer Vergleich, bei dem aber m. E. die Unterschiede zu nominalen Wechselkursveränderungen insbesondere am Kapitalmarkt (Zinsniveau) und die unterschiedlichen Vertrauenseffekte zu kurz kommen.

Da sich die Geldpolitik in einer Währungsunion an den Daten des gesamten Währungsraumes zu orientieren hat, kann die Antwort auf bestehende und permanente Inflationsdivergenzen nur sein, die unterschiedlichen nationalen Einflussfaktoren anzugehen, die in einigen Ländern offensichtlich zu dauerhaft höheren Inflationsraten führen. Damit meine ich insbesondere Unterschiede in der Lohnfindung (wie etwa Automatismen für Lohnerhöhungen), Unterschiede in der Ausrichtung der Finanzpolitik oder die unterschiedlichen Fähigkeiten der einzelnen Staaten, externe Schockwellen zu absorbieren. Diese ordnungspolitisch sinnvolle Identifizierung und Beseitigung von „stabilitätsbremsenden Faktoren“ liegt in der Währungsunion noch mehr als vorher im ureigenen Interesse der jeweiligen Partnerstaaten: nämlich der Erhaltung und Festigung ihrer Wettbewerbsfähigkeit.

## 6 Schlussfolgerung: „Neujahrsvorsätze“ für Deutschland

Für Deutschland heißt dies: nach längeren Jahren der Wachstumsdürre ernten wir 2006 und 2007 erste Früchte eines schmerzhaften Anpassungsprozesses an globale Wettbewerbsbedingungen. Die moderate Lohnpolitik der letzten Jahre, die auch zu dem Stabilitätsvorteil innerhalb der Währungsunion beigetragen hat, hat daran einen hohen Anteil wie auch die schrittweise Umkehr früherer Arbeitszeitverkürzungen und die Neugestaltung der Arbeitsmarktpolitik. (Mehreinnahmen der Bundesagentur für Arbeit werden z.B. nicht wie oftmals in der Vergangenheit zur Finanzierung zusätzlicher Ausgabeprogramme, sondern für Beitragssenkungen eingesetzt; dies ist ein wichtiges, vertrauensbildendes Signal.) Andererseits kommt es darauf an, die Wurzeln gerade gewonnenen Wachstums nicht aufs Spiel zu setzen, sondern die ersten Erfolge als Bestätigung und Bestärkung des notwendigen Kurses zu verstehen. Die „Vorsätze für das neue Jahr“ sollten deshalb neben einer Absicherung der Finanzpolitik auf der Ausgabenseite, neben weiteren Schritten zur Arbeits-

---

<sup>3</sup> Gemessen an den Lohnstückkosten, vgl. EU-Commission, EU Economic 2006 Review, 11/2006, S. 98.

marktflexibilisierung, neben einer durchgreifenden Unternehmenssteuerreform vor allem eine beschäftigungsorientierte Lohnpolitik umfassen, die den durch den Produktivitätsfortschritt in den einzelnen Sektoren gezogenen Rahmen nicht vollständig ausschöpft. Die Geldpolitik wird ihrerseits darauf zu achten haben, dass die Stabilitätserwartungen verankert bleiben und ihren Beitrag zur Verstetigung des Wachstums leisten.