

## 14. Der Euro in einem erweiterten Europa – Wechselkursregime in der Krise?

Doris Ritzberger-Grünwald<sup>1)</sup> (OeNB)

Die zentral- und osteuropäischen Länder sind in vieler Hinsicht sehr unterschiedlich, so auch im Hinblick auf ihre Währungs- und Wechselkursregime. Während einige bereits dem Euro-Raum beigetreten sind (Slowenien, Slowakei) oder kurz davor stehen (Estland), haben andere dieses wirtschaftspolitische Instrument noch nicht aus der Hand gegeben. Die kleinen, offenen Länder verfolgen dabei vorrangig eine fixe Anbindung ihres Wechselkurses – etwa in Form eines Currency Boards –, die großen Länder setzen eher auf flexible Wechselkurse. Diese Flexibilität erlaubt nicht nur eine kontinuierliche Aufwertung im Zuge des Aufholprozesses, sondern erwies sich in der Krise für einige Länder auch als wirksames Instrument zur Stärkung ihrer Wettbewerbsfähigkeit: Polens Währung wertete beispielsweise vorübergehend um rund 25% ab, was unter anderem dazu beitrug, dass Polen 2009 EU-weit das einzige Land mit einer positiven BIP-Wachstumsrate war. In Slowenien und der Slowakei war hingegen die Schutzschildfunktion des Euro deutlich spürbar: Ihre Staatsanleihen wurden in der Krise – im Gegensatz zu vielen anderen – durch die Rating-Agenturen nicht herabgestuft. Diese Erfahrungen sprechen dafür, dass es kein für alle Länder zu präferierendes Wechselkursregime gibt. Abgesehen davon ist der Euro-Raum-Beitritt für die meisten erst eine langfristige Option, weil die Hürde der zu erfüllenden Konvergenzkriterien insbesondere im fiskalischen Bereich derzeit nur schwer überwunden werden kann. Vor diesem Hintergrund wurden auch die Euroeinführungspläne von den meisten Regierungen auf unbestimmte Zeit verschoben. Ungeachtet dessen gibt es insbesondere in den südosteuropäischen Ländern das Phänomen der de facto Euroisierung. Gemeint ist damit die Verwendung des Euro bei der Bargeldhaltung, bei Spareinlagen und bei Krediten. Dies kann zwar die offizielle Einführung des Euro keinesfalls ersetzen, zeigt aber sehr gut, wie groß das Vertrauen der Bevölkerung in den Euro bereits heute ist.

### 14.1 Einleitung

Der Wechselkurs ist ein zentrales wirtschaftspolitisches Instrument, welches jedoch im Euro-Raum in zweierlei Hinsicht nicht benützt wird: Erstens wurden die bilateralen Wechselkurse zwischen den einzelnen Euro-Raum-Mitgliedern durch die Einführung der Währungsunion aufge-

<sup>1)</sup> Danke für Anregungen und Kommentare von Sandra Dvorsky, Thomas Scheiber, Josef Schreiner und Julia Wörz (alle OeNB).

geben, und zweitens wird der Euro-Kurs gegenüber den anderen großen Volkswirtschaften (USA, China) nicht aktiv gesteuert?). Allein durch Verbalintervention wird versucht, den Wechselkurs des Euro zu beeinflussen. Andere Währungsbehörden sind hier wesentlich aktiver: So haben zum Beispiel die japanische aber auch die schweizerische Notenbank im Sommer 2010 auf den Devisenmärkten interveniert, um die Aufwertung ihrer Währungen einzubremsen. Aber nicht nur in vielen industrialisierten Ländern, auch in den aufholenden Ökonomien Zentral- und Osteuropas ist die Wechselkurspolitik ein zentrales Element der nationalen Wirtschaftspolitik.

Ungeachtet dessen sind alle EU-Mitgliedsländer gemäß dem EU-Vertrag verpflichtet, die Wechselkurspolitik als eine "gemeinsame Angelegenheit" zu betrachten und außerdem längerfristig den Euro einzuführen. Auf dem Weg zu diesem "Langfristziel" verfolgt jedes Land seine eigene Wechselkursstrategie. In diesem Zusammenhang stellen sich interessante wirtschaftspolitische Fragen: Haben sich diese Strategien auch in der aktuellen Wirtschaftskrise bewährt? Wurde das Wechselkursinstrument verstärkt eingesetzt? Haben sich die Euroeinführungspläne der zentral- und osteuropäischen Länder verändert? Wurde der angepeilte Zeitpunkt durch die Krise eher hinausgeschoben oder soll der "Rettungsanker" deutlich früher als geplant geworfen werden? Auf diese und auf weitere damit im Zusammenhang stehende Fragen soll in diesem Beitrag eingegangen werden.

### 14.2 Der Wechselkurs als wirtschaftspolitisches Instrument

#### 14.2.1 Wechselkursregime – Status quo

Die Vielfalt der Region Zentral- und Osteuropa spiegelt sich auch in den zahlreichen unterschiedlichen Wechselkursregimen wider (Übersicht 14.1). Die Entstehungsgeschichten dieser Regime sind sehr unterschiedlich. Viele Faktoren, die mit der Historie der Länder, ihrer Geographie (Landesgröße) aber auch den volkswirtschaftlichen Gegebenheiten (Offenheit) zusammenhängen, sind dafür verantwortlich. Eine ganz wichtige Rolle spielten dabei das Streben nach politischer Unabhängigkeit (die baltischen Länder zum Beispiel verfolgten vorrangig eine Abkehr vom Rubel), aber auch Handelsverflechtungen bzw. die Empfehlung internationaler Organisationen – konkret des IMF im Falle des Currency Boards in Bulgarien – für die Auswahl des Wechselkursregimes bzw. der Leitwährung entscheidend (*Gulde*, 1999).

---

<sup>2)</sup> Einzige bisherige Ausnahme war unmittelbar nach der Einführung des Euro, als der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert verlor.

### Übersicht 14.1: Wechselkursregime in zentral- und osteuropäischen Ländern

Land	Wechselkursregime
Slowenien	Euro-Raum-Mitglied seit Jänner 2007
Slowakei	Euro-Raum-Mitglied seit Jänner 2009
Estland	Currency-Board-System WKM-II-Teilnahme seit Juni 2004, Euroübernahme am 1. Jänner 2011. Basisgeld durch Devisen und Gold (mehr als) gedeckt. Uneingeschränkter Umtausch der estnischen Krone bei der estnischen Notenbank. 1 € ≈ 15,65 EEK (aktueller Kurs)
Litauen	Currency-Board-System WKM-II-Teilnahme seit Juni 2004. Basisgeld durch Devisen und Gold (mehr als) gedeckt. Uneingeschränkter Umtausch des litauischen Litas bei der litauischen Notenbank. 1 € ≈ 3,45 LTL (aktueller Kurs)
Bulgarien	Currency-Board-System Basisgeld durch Devisen und Gold vollständig gedeckt. Gezielte Haltung von Überschussreserven zur Sicherstellung der Liquiditätsversorgung des fragilen Bankensystems. Uneingeschränkter Umtausch des bulgarischen Lew bei der bulgarischen Notenbank. 1 € ≈ 1,95 BGN (aktueller Kurs)
Lettland	Konventionelle Anbindung an den Euro in Form eines "Quasi-Currency Board". WKM-II-Teilnahme seit April 2005. Einführung des lettischen Lats im März 1993. 1 € ≈ 0,71 LVL (aktueller Kurs)
Rumänien	Kontrolliertes Floating Vor 2005 de facto (unangekündigter) Crawling Peg des rumänischen Leu. 1 € ≈ 4,27 RON (aktueller Kurs)
Ungarn	Unabhängiges Floating Leitkurs des Forint gegenüber dem Euro mit einem Fluktuationsband von ±15% im Februar 2008 abgeschafft. Vor November 2008 als fixe Anbindung mit horizontalen Fluktuationsbändern klassifiziert. Von März 1995 bis Oktober 2001 Crawling Peg mit einer Bandbreite von erst ±2,25%, ab Mai 2001 ±15%. 1 € ≈ 277,95 HUF (aktueller Kurs)
Polen	Unabhängiges Floating Flexibles Wechselkursregime seit April 2000. Davor – ab der Redenominierung des polnischen Zloty im Jahr 1995 – Anbindung an wechselnde Währungskörbe mit gleitender Anpassung des Kursbands. Zahlreiche Anpassungen von Leitkurs, Abwertungsrate und Bandbreite durch die polnische Notenbank. 1 € ≈ 3,98 PLN (aktueller Kurs)
Tschechien	Unabhängiges Floating Vor Jänner 2006 als de facto kontrolliertes Floating klassifiziert. Von Mai 1993 bis Mai 1997 Anbindung der tschechischen Krone an einen Währungskorb aus Deutscher Mark und US-Dollar mit einer Schwankungsbandbreite von zunächst ±0,5% und später ±7,5%. 1 € ≈ 24,62 CZK (aktueller Kurs)

Q: IMF, Stand: 29. September 2010.

Resultat ist, dass sich die relativ großen Volkswirtschaften Polen, Ungarn und Tschechien für ein unabhängiges Floating entschieden haben, Rumänien verfolgt ein kontrolliertes Floating. In allen diesen Fällen ist der Wechselkurs eine bewegliche Größe, d. h. der Außenwert der Währung verändert sich und nimmt Einfluss auf die Import- und Exportpreise und damit auf die Wettbewerbsfähigkeit des jeweiligen Landes.

Kleine, offene Länder wie die baltischen Länder aber auch Bulgarien verfolgen hingegen die Strategie eines Currency Boards. Da ihre Währungen leicht Spielball der Märkte werden könnten, versuchen sie dem zu entgehen, indem sie ihren Wechselkurs an eine größere Währung anbinden. Ursprünglich waren das oft Währungskörbe, die sich außenhandelsgewichtet aus US-Dollar, Deutscher Mark und Britischem Pfund zusammensetzten<sup>3)</sup>. Heute ist die so genannte Leitwährung meist der Euro.

Volkswirtschaftliches Ziel ist es, die Erwartungen betreffend die Wechselkursentwicklung zu stabilisieren bzw. Absicherungskosten ("hedging") zu vermeiden. Diese Länder gehen damit ein Commitment ein, das sie bereit sind mit ihren Währungsreserven zu verteidigen (einige Länder halten dazu Währungsreserven in eben dieser "Reservewährung" in einem Ausmaß, das fast dem gesamten Banknotenumlauf entspricht). Parallel dazu spielt auch ihre wechselkurspolitische Vergangenheit eine Rolle: So waren die Länder Jugoslawiens in einem Währungsverbund zusammengeschlossen. Als Resultat waren und sind flexible Wechselkurse in dieser Region bis heute eher eine Seltenheit. Vielmehr ist in diesen Ländern das Phänomen der de facto Euroisierung anzutreffen (siehe Kapitel 14.5).

### 14.2.2 Zur neuen Einschätzung der fixen Wechselkursregime

Die Strategie der Wechselkursanbindung, die früher als sehr positiv weil stabilisierend eingeschätzt wurde, stößt zwischenzeitlich auf Kritik: Was in einem Industrieland wie Österreich in Form der "Hartwährungspolitik" in den 1970er- und 1980er-Jahren ausgesprochen erfolgreich war, verhindert in einem aufholenden Land, dass der Wechselkurs als Puffer zwischen Ländern mit komplett unterschiedlichen Wachstumsgeschwindigkeiten fungieren kann. Folglich müssen andere Anpassungsmechanismen (Lohnpolitik, Strukturpolitik) zum Einsatz kommen, die politisch oft schwerer durchsetzbar sind. Kommt es zu keiner ausgleichenden Politikmaßnahme, kann dies zu einer Zunahme der Ungleichgewichte oder auch Blasen führen, die im Endeffekt der Volkswirtschaft deutlich teurer kommen als eine rechtzeitige Wechselkursanpassung.

Bereits 2007 waren angesichts der wachsenden externen Ungleichgewichte etwa in den baltischen Staaten aber auch in Bulgarien einige internationale Organisationen, darunter auch die EZB, ausgesprochen skeptisch betreffend die Weiterführung von bestehenden Wechselkursbindungen bzw. Currency Boards (EZB, 2007). "Die nationalen Regierungen haben dem heftig widersprochen und folgende Gründe

---

<sup>3)</sup> Der lettische Lats war jahrelang an das SZR (Sonderziehungsrecht) gepeggelt.

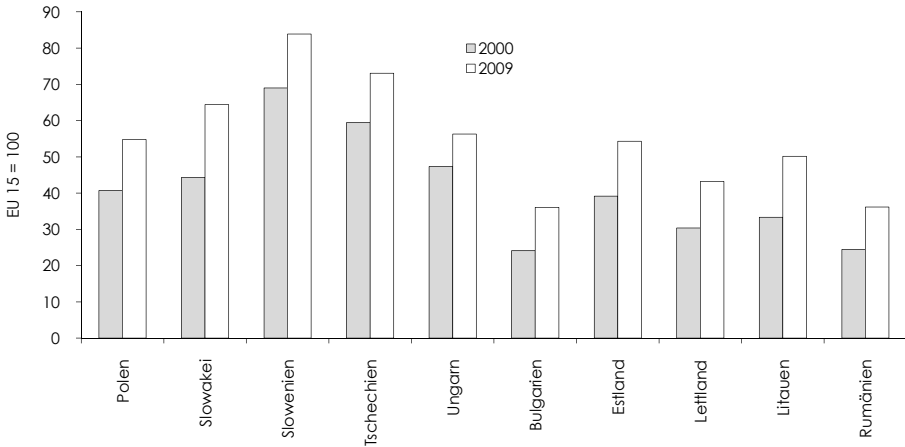
für eine Beibehaltung angeführt: Angesichts des hohen Anteils an Fremdwährungskrediten (FX-Krediten) wäre ein Ausstieg aus dieser Wechselkursanbindung mit enormen Kosten verbunden, die sich (im Falle einer Abwertung der nationalen Währung) nicht nur in höheren Rückzahlungen für die Kreditnehmer manifestieren würden, sondern auch in einem sprunghaften Anstieg der "non-performing loans", wodurch die Kosten für die Banken steigen würden. Weitere Gründe, die für eine Beibehaltung der Currency Boards zumindest in den baltischen Ländern sprechen, sind der hohe "exchange rate pass-through" (wodurch eine Abwertung nur einen geringen Wettbewerbsvorteil bringen würde), die ausgesprochen hohe Flexibilität der Volkswirtschaften (die u. a. im Zuge der Bewältigung der Russlandkrise unter Beweis gestellt wurde) und die bereits fast 20-jährige Anbindung des Wechselkurses, deren Auflösung einen massiven Vertrauensverlust mit sich bringen und als Versagen des Staates interpretiert werden würde. Letztlich konnten die nationalen Regierungen den IMF und die Europäische Kommission von dieser Position überzeugen, die z. B. am Beginn der Verhandlungen mit Lettland über die finanziellen Unterstützungspakete die Aufgabe der fixen Wechselkursanbindung gefordert haben (Purfield – Rosenberg, 2010).

Bis dato haben alle Currency-Board-Länder ihr Wechselkursregime beibehalten, die im Zuge der Krise verstärkt schlagend gewordenen Ungleichgewichte wurden mit anderen Mitteln (drastische Lohnkürzungen, Beschäftigungsabbau im öffentlichen Sektor, Anhebung diverser Steuersätze etc.) bekämpft. Fairerweise muss man sagen, dass in der Krise auch jene Länder, die ein flexibles Wechselkursregime verfolgen, nicht vor drastischen Sparmaßnahmen gefeit waren. Rumänien zum Beispiel musste im Zuge seines Stand-By-Arrangements mit dem IMF im Sommer 2010 u. a. die MwSt-Sätze auf 24% anheben, die Löhne im öffentlichen Sektor um 25 % kürzen und Transferzahlungen beschneiden. Insofern kann der Schluss gezogen werden, dass ein bestimmtes Wechselkursregime nicht notwendigerweise vor den Auswirkungen der Krise schützt.

### **14.2.3 Aufwertungsdruck und Leistungsbilanzdefizite – Ungleichgewichte im Aufholprozess**

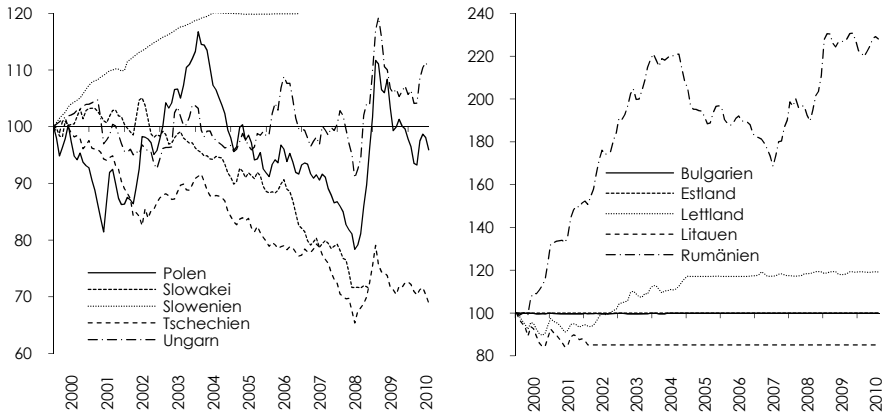
Die Länder Zentral- und Osteuropas befinden sich in einem wirtschaftlichen Aufholprozess, der noch nicht abgeschlossen ist (Abbildung 14.1). Dementsprechend war in den vergangenen Jahren in diesen Ländern tendenziell eine Aufwertung zu beobachten (Abbildung 14.2).

Abbildung 14.1: BIP pro Kopf zu Kaufkraftparitäten



Q: IMF.

Abbildung 14.2: Wechselkursentwicklung gegenüber dem Euro  
Jänner 2000 = 100



Q: Eurostat

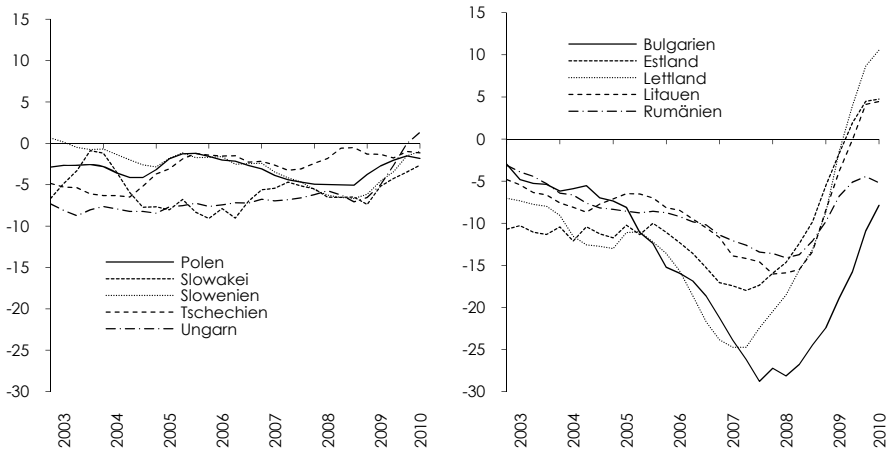
Diese Aufwertung war das Resultat ständiger Kapitalzuflüsse, aber auch der steigenden Produktivität. In der Krise verzeichneten viele

zentral- und osteuropäische Währungen eine Abwertung, wobei unterschiedliche Faktoren zum Tragen kamen: Einerseits erlitt die gesamte Region einen Vertrauensverlust was zu Kapitalabflüssen führte, andererseits trug die Abwertung einiger Währungen dazu bei, die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft in der Krise aufrechtzuerhalten bzw. zu stärken. Das prominenteste und wohl auch erfolgreichste Beispiel für diese Strategie ist Polen, das im I. Quartal 2009 gegenüber dem III. Quartal 2008 um etwa 25% real-effektiv abwertete. Die relativ geringe Offenheit der polnischen Wirtschaft und auch der relativ geringe FX-Kreditanteil (nur 33% aller Kredite sind FX-Kredite) führten dazu, dass die Vorteile einer Abwertung die Nachteile überwogen.

Polen ist das einzige (!) EU-Land, das im Krisenjahr 2009 mit +1,8% eine positive reale BIP-Wachstumsrate aufzuweisen hatte. Seither hat der polnische Zloty wieder an Wert gewonnen. Allerdings kann der flexible Wechselkurs alleine die gute Wirtschaftspersormance Polens wohl nicht erklären. Vielmehr ist es ein Bündel von Faktoren, wobei nicht vergessen werden darf, dass Polen Anfang der 1990er-Jahre aufgrund eines sehr restriktiven wirtschaftspolitischen Kurses im Gegensatz zu seinen boomenden Nachbarländern einen gewissen Wachstumsstillstand erlebt hat (2001 und 2002 ist das reale BIP nur um 1,2% bzw. 1,4% gegenüber dem Vorjahr gewachsen; 2005 gab es eine weitere Schwächephase mit +3,6%). Diesen Rückstand gilt es nun aufzuholen.

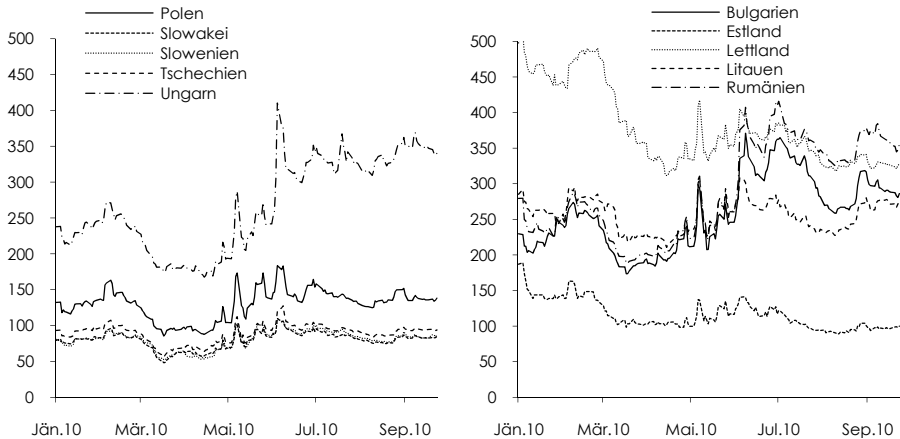
Die Region Zentral- und Osteuropa war vor der Krise durch hohe Leistungsbilanzdefizite gekennzeichnet. Während diese Defizite in Polen, Ungarn, Tschechien, Slowenien und der Slowakei 2007 um die 5% des jeweiligen BIP betragen, lagen diese Werte in Estland, Litauen und Rumänien bei rund 15%, in Lettland bei 25% und in Bulgarien bei 30%. (Abbildung 14.3). Diese hohen Leistungsbilanzdefizite waren für viele Länderanalysten Ausdruck von massiven Ungleichgewichten, wiederholt wurde die Situation mit jenen lateinamerikanischen Länder in den 1980er- und 1990er-Jahren verglichen. Diese sehr negative Einschätzung führte in einigen Ländern (Rumänien, Lettland, Litauen) bereits 2007, also noch vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise, zu einer Herabstufung durch die Rating-Agenturen. 2008 setzte dann eine konzentrierte Herabstufung der gesamten Region ein (Abbildung 14.5). Parallel dazu stiegen die CDS-Prämien (Abbildung 14.4). Ausnahmen waren Slowenien und die Slowakei (beide Euro-Raum-Mitglieder), aber auch Polen und Tschechien, die beide eine relativ gute wirtschaftliche Performance aufwiesen.

**Abbildung 14.3: Entwicklung der Leistungsbilanzen**  
In % des BIP (gleitender Durchschnitt über die letzten vier Quartale)



Q: Nationale Zentralbanken.

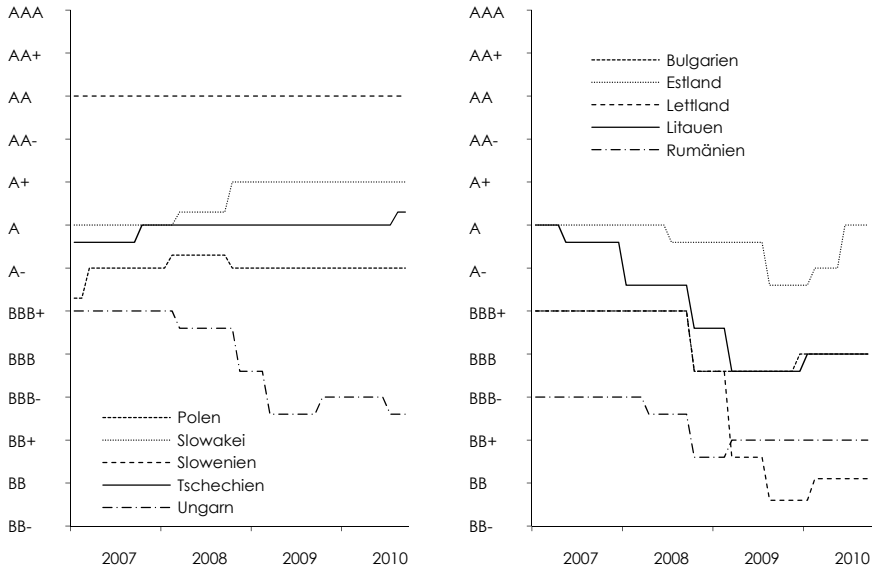
**Abbildung 14.4: Entwicklung der CDS-Prämien**  
In Basispunkten



Q: Thomson Reuters.



**Abbildung 14.5: Entwicklung der Länderratings auf Basis der Staatsverschuldung in Fremdwährung  
Standard & Poor's**



Q: Bloomberg.

### 14.3 Kapital- und Finanzmarktreaktionen in der Krise

Mit dem krisenbedingten Ausbleiben der Kapitalzuflüsse, aber auch mit der niedrigeren Auenhandelsaktivitat (in manchen Ländern schrumpften Exporte und Importe parallel, in den meisten brachen jedoch die inländische Nachfrage und damit die Importe deutlich stärker ein als die Exporte) sanken die Leistungsbilanzdefizite in den Jahren 2008 und 2009 schlagartig (Abbildung 14.3). In manchen Ländern halbierten sie sich, in den baltischen Ländern verwandelten sie sich nach zwei Jahren Krise sogar in einen berschuss, wobei nicht nur die neue Struktur der Kapital- und Handelsströme, sondern auch das massiv geschrumpfte BIP eine Rolle spielen; in Lettland z. B. schrumpfte das reale BIP in nur zwei Jahren (2008 und 2009) um insgesamt 22,2 Prozentpunkte und damit um fast ein Viertel.

Aufgrund von konzertierten Bestrebungen, die von Österreich ausgingen und am Anfang darum auch "Vienna Initiative", später "European

Bank Coordination Initiative" hießen (Nitsche, 2010) zogen sich die ausländischen Banken aus den zentral- und osteuropäischen Ländern nicht zurück, sondern sagten vielmehr zu, in dieser Region unverändert tätig sein zu wollen. Ein weiteres, positives Signal kam von der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung: Sie verlangsamte ihren Graduation Prozess, d. h. der bereits beschlossene Rückzug aus manchen zentral- und osteuropäischen Ländern wurde um einige Jahre hinausgeschoben. Damit wurde die Projektfinanzierung mit EU-Geldern bis zum Eintreten einer Entspannung auf den Finanzmärkten prolongiert (z. B. für Polen und Slowenien bis 2015). Weiters wurden für einige Länder der Region EU-IMF-koordinierte Programme zur Zahlungsbilanzunterstützung verabschiedet (Ungarn, Lettland, Rumänien). Alle diese Aktivitäten waren insofern von Erfolg gekrönt, als auf den Märkten eine deutliche Beruhigung eintrat und die angestiegenen CDS wieder fielen (Abbildung 14.4). Im Nachhinein betrachtet gab es natürlich deutlich weniger Kapitalzuflüsse, teils aufgrund der krisenbedingt stark zurückgegangenen Nachfrage nach Investitionen von Seiten der zentral- und osteuropäischen Länder, und teils aufgrund der grundsätzlich größer gewordenen Risikoaversion der westlichen Investoren.

Die Situation auf den Finanzmärkten und damit die Finanzierungsmöglichkeiten werden nach der Krise voraussichtlich andere sein als vor der Krise. Wahrscheinlich wird etwas weniger Kapital in die Region strömen. Erstens weil die Risikoaversion vieler Investoren gestiegen ist, zweitens weil die neuen, restriktiveren Regulierungsvorschriften (z. B. Basel III) die Kreditvergabe etwas einschränken werden, und drittens weil die "emerging markets" China und Indien künftig noch mehr Kapital anziehen werden. Nachdem die zweistelligen Leistungsbilanzdefizite aber Ausdruck eines zu schnellen Wachstums waren, erscheint die Rückkehr zum Vorkrisenniveau, das sich für viele Analysten vollkommen zu Recht als nicht-nachhaltig erwiesen hat, ohnehin nicht erstrebenswert.

### 14.4 Euroeinführung – aktueller Stand und Ausblick

#### 14.4.1 Slowenien und Slowakei – zwei neue Euro-Raum-Mitglieder

Im Jänner 2007 wurde der Euro-Raum um Slowenien erweitert, im Jänner 2008 folgten Malta und Zypern. Im Jänner 2009 kam mit der Slowakei ein weiteres osteuropäisches Land hinzu. Die Euroeinführung war für diese Länder mit deutlich weniger Herausforderungen verbunden, denn erstens waren viele Entscheidungen bereits getroffen (z. B. Aussehen und Stückelung der Eurobanknoten und Münzen, Umstellung der Geldausgabeautomaten und anderer Automaten, Festle-

gung der geldpolitischen Strategie; operative Umsetzung der geldpolitischen Instrumente), und zweitens hat der bereits bestehende Euro zumindest jene Skeptiker verstummen lassen, die die Lebensfähigkeit einer gemeinsamen europäischen Währung grundsätzlich bezweifelten. Nicht zuletzt war die Stimmung der nationalen Bevölkerung gegenüber dem Euro deutlich positiver. Während insbesondere die Bevölkerung des Hartwährungslandes Deutschland sich nur zögerlich von ihrer Währung trennte, war dies weder für die slowenische noch die slowakische Bevölkerung ein größeres Problem (siehe die Meinungsumfragen im Rahmen des "Eurobarometer" der EK). Vielmehr wurde die Einführung des Euro als letzter, absolut erstrebenswerter Schritt im Rahmen der Westöffnung gesehen.

Der geldpolitische Weg in den Euro-Raum war für beide Länder nicht einfach. In Slowenien war dies ein 5-stufiger Prozess, in den viele Bereiche der Wirtschaftspolitik eingebunden waren (Gaspari, 2010). Die Slowakei hatte binnen kurzer Zeit gleich zwei Währungsreformen zu bewältigen: Nachdem die Tschechoslowakei am 1. Jänner 1993 in zwei unabhängige Länder gespalten wurde, beschloss man auch die mit Tschechien bis dato gemeinsame Währung aufzugeben. Am 8. Februar 1993 führte die Slowakei die slowakische Krone ein. Nachdem sich diese neue Währung unter der Ägide der ebenfalls neu geschaffenen slowakischen Notenbank bewährt hatte, erfolgte 2005 der WKM-II-Beitritt. Nach zahlreichen Aufwertungsschritten erfolgte 2009 der Euro-Raum-Beitritt (Kohutikova, 2009).

Die Konvergenzkriterien wurden von allen neuen Euro-Raum-Mitgliedern zum Zeitpunkt des Beitritts numerisch erfüllt, aber wurden sie auch nachhaltig erfüllt? Die Zeitspanne seit der Euroeinführung ist zu kurz, um diese Frage endgültig beantworten zu können, aber erste Analysen zeigen ein differenziertes Bild: Unmittelbar nach der Euroeinführung sind sowohl in Slowenien als auch in der Slowakei die Inflationsraten (und auch die Leistungsbilanzdefizite, die allerdings kein Konvergenzkriterium darstellen) gestiegen, und zwar auf Werte, die deutlich über dem Euro-Raum-Durchschnitt lagen (Dalsgaard, 2010; Banerjee *et al.*, 2010). Der Grund liegt in einer lockeren Fiskalpolitik, die einen gewissen Nachholbedarf nach der im Vorfeld der Konvergenzkriterienenerfüllung restriktiven Phase hatte, aber auch in dem nach wie vor immanenten Aufholprozess der Länder. Allein die geringen Gewichte dieser beiden Länder (Slowenien 0,4%; Slowakei 0,7%) lassen diese Anstiege nicht auf den HVPI des Euro-Raums durchschlagen.

#### 14.4.2 Slowenien und Slowakei – Hilft der Euro in der Krise?

Allgemein gilt der Euro als Schutzschild, denn er verhindert nicht nur dass eine einzelne Währung von den Märkten attackiert wird, sondern

die konzentrierten "unconventional measures" des Eurosystems spannen quasi einen Schutzschirm auf. Umgekehrt gibt es keine Möglichkeit mittels Abwertung der Währung der eigenen Wirtschaft vorübergehend einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen, wie das Polen so erfolgreich in der Krise praktiziert hat.

Eine interessante Frage ist also, ob der Euro den zentraleuropäischen Ländern, die ihn erst vor kurzem eingeführt haben, in der Krise geholfen hat. Fest steht, dass im Krisenjahr 2009 in den beiden "jüngsten Euro-Raum-Mitgliedern" Slowenien und Slowakei das reale BIP um 8,1% bzw. 4,7% geschrumpft ist. Damit liegt die Slowakei quasi "im Durchschnitt", schließlich betrug die Schrumpfung des realen BIP im Euro-Raum 4% und in der EU 27 4,2%. Der Einbruch in Slowenien war mit 8,1% deutlich stärker – allerdings exakt genau so groß wie jener von Finnland. Dieser starke Wirtschaftseinbruch des (ehemaligen?) nordischen Tigers überrascht wahrscheinlich mehr, zeigt aber auch, dass die Krise ihre eigenen Gesetze und wenig mit den volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten zu tun hat.

Der starke Einbruch des realen BIP verwundert bei Slowenien nicht wirklich. Aufgrund einer schleppenden Privatisierung und einer allgemein geringen Offenheit werden dem Land große Strukturdefizite zugeschrieben. Der Slowakei hingegen ist in der Krise die einseitige Ausrichtung ihrer Wirtschaft auf die Auto(zuliefer)industrie zum Verhängnis geworden. Dazu kommt, dass dieser Sektor von der Krise ganz besonders hart getroffen wurde. Allerdings hat er auch ganz besonders viel staatliche Hilfe bekommen, die so genannte "Abwrackprämie" gab es nicht nur in Deutschland, sondern in ähnlicher Form auch in vielen anderen Ländern, u. a. der Slowakei. Das hat dazu geführt, dass der Absatz von Pkw 2010 deutlich stärker eingebrochen ist als 2009 und sich der Aufschwung dadurch verzögert.

Trotz all ihrer Schwierigkeiten wurden die beiden neuen Euro-Raum-Mitgliedsländer allerdings sowohl von Herabstufungen durch die Rating-Agenturen als auch von einem extremen Anstieg der CDS-Prämien verschont. Dies ist ungewöhnlich – und spricht damit in gewisser Weise auch für eine Schutzschildfunktion des Euro –, denn ausländische Investoren haben in der Krise kaum einen Unterschied zwischen EU- und (Noch-)Nicht-EU-Ländern (z. B. Kroatien) gemacht: Alle zentral- und osteuropäischen Länder wurden als "emerging markets" bezeichnet und generell und grundsätzlich als risikobehaftet gesehen. Komplette unterschiedliche Fundamentaldaten wurden oft nicht zur Kenntnis genommen.

### 14.4.3 Estland – Euroeinführung am 1. Jänner 2011

Estland wird am 1. Jänner 2011 als siebzehntes EU-Land den Euro einführen. Das ist insofern bemerkenswert, als dieser Euro-Raum-Beitritt in bzw. unmittelbar nach der Krise erfolgt. So wie die anderen baltischen Länder auch, wurde Estland ganz besonders stark von der Wirtschaftskrise getroffen, wobei diese neben den internationalen Ursachen auch zahlreiche hausgemachte hatte (z. B. eine Blase am Immobilienmarkt) und darum nicht nur besonders stark ausgefallen ist, sondern auch etwas früher als in den anderen Ländern begann. Die Prüfung der Konvergenz im Rahmen des Konvergenzberichtes erfolgte im Frühjahr 2010 und wies einige Besonderheiten auf. Estland hat praktisch keine Staatsverschuldung. Die aus diesem Grund nicht vorhandenen langfristigen Staatsanleihen (und somit langfristigen Zinsen) machten eine Überprüfung des Zinskonvergenzkriteriums nur indirekt möglich. Die anderen Konvergenzkriterien erfüllte Estland souverän, allerdings wurden Stimmen laut, dass die ebenso geforderte Nachhaltigkeit der Erfüllung nicht gewährleistet sei. Schließlich fand die Konvergenzprüfung in einer Ausnahmesituation (Krise) statt, und wie solle man da auf Nachhaltigkeit schließen? Um die Bedenken zu zerstreuen, verpflichtete sich Estland zu zahlreichen zusätzlichen Politikmaßnahmen wie z. B. einer Fortsetzung des scharfen Budgetkonsolidierungskurses trotz hoher Arbeitslosenquote.

Parallel dazu gab es eine Debatte, ob der Kurs der estnischen Krone im Rahmen des Currency Boards auch der Konversionskurs zum Euro werden sollte. Estland gehört zu jenen Ländern, die aufgrund der fixen Wechselkursanbindung ihrer Währungen den Wechselkurs nie dem freien Spiel der Märkte aussetzten. Konkret war in Estland der Wechselkurs der estnischen Krone 18 Jahre lang zuerst an die Deutsche Mark und dann an den Euro fix angebunden. Ob es "der richtige", also ein gleichgewichtiger Wechselkurs war, konnte nie "bewiesen" werden. Umgekehrt muss man sagen, wäre die Krone mehrmals deutlich abgewertet worden, hätte sich das Land wohl den Vorwurf, die Wettbewerbsfähigkeit auf Kosten anderer (und unter Gefährdung der Preisstabilität) zu erlangen, gefallen lassen müssen. So hat das Land die vielen Jahre ohne Abwertung der nationalen Währung überstanden, die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte wurde allein durch Strukturformen und teilweise drastische Lohnkürzungen erreicht.

Fest steht auch, dass diese Vorgangsweise, nämlich mit einem Currency Board in den Wechselkursmechanismus II (WKM II) einzutreten, in diesem unilateral ein engeres Band als die eigentlich vorgesehenen 15% zu halten und dann mit der zentralen Parität dem Euro-Raum beizutreten, nicht den Spielregeln widerspricht (konkret hat der ECOFIN in

seiner Sitzung am 13. Juli 2010 einen Konversionskurs von 15,6466 estnischen Kronen zu einem Euro festgesetzt).

Die Geschichte der Euro-Raum-Erweiterung zeigt, dass bisher alle Länder bis auf eine Ausnahme mit der zentralen Parität des WKM II dem Euro-Raum beigetreten sind. Die Ausnahme war die Slowakei, die im Vorfeld der Euroeinführung zwei Realignments (beides Aufwertungen der slowakischen Krone) durchgeführt hat. Das letzte Realignement hat nur wenige Wochen vor der Entscheidung den Euro einzuführen stattgefunden.

Die Frage des "richtigen" Eintrittswechselkurses ist übrigens keine philosophische, auch wenn sie aus Sicht der Ökonomen nicht leicht und schon gar nicht eindeutig zu beantworten ist. Die in der Vergangenheit zahlreichen, in der Zwischenzeit mangels Umsetzung eher spärlichen Studien zum Thema gleichgewichtiger Wechselkurs kommen alle zu recht unterschiedlichen Ergebnissen. Je nach gewählter Methode und auch je nach gewähltem Zeitraum ergeben die Ergebnisse ein schmäleres oder auch breiteres Band (Egerf, 2003). Für die Politik ergibt das bestenfalls eine Art von Orientierungshilfe, was angesichts der Schwierigkeit der Beitrittsentscheidung zum Euro-Raum (im Rahmen eines ECOFIN<sup>4</sup>) und dem großen Zeitdruck (möglichst über ein Wochenende, weil dann die Märkte geschlossen sind<sup>5</sup>) in der Regel zur einfachsten Lösung, nämlich einer Fortschreibung der zentralen Parität als Konversionskurs, führt.

Dass ein Wechselkurs aber auch falsch sein und dann mittelfristig einer Volkswirtschaft zum Problem werden kann, weil er ihr jede Wettbewerbsfähigkeit genommen hat, zeigt unter anderem das Beispiel Portugal – ein Land, das laut zahlreichen Studien mit einem deutlich zu starken Wechselkurs der Währungsunion beigetreten ist und diese Überambitioniertheit mit einer seit vielen Jahren unterdurchschnittlichen Wachstumsperformance bezahlt.

### 14.4.4 Euroeinführungspläne und WKM II

Die Euroeinführungspläne der einzelnen Länder, die den Euro noch nicht eingeführt haben, sind nicht nur von ökonomischen Größen bzw. den Konvergenzfortschritten bestimmt, sondern sind in vielen Ländern auch ein Politikum. Insofern ist es interessant zu sehen, wie sich diese Pläne über die Zeit, aber auch insbesondere in der Krise entwickelt haben. Während vor einigen Jahren die meisten Regierungen noch sehr ambitioniert waren, und den Euro "so schnell als möglich" einfüh-

---

<sup>4</sup>) Rat für Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Union.

<sup>5</sup>) Eine Ausnahme war die Slowakei, die mit einem Mittwoch die Märkte überraschte (Kohutikova, 2009).

ren wollten, so hat sich dieses Tempo in der Zwischenzeit deutlich reduziert. Die meisten Länder haben ihre Euroeinführungspläne zuletzt nicht nur verschoben, sondern auch "entkonkretisiert". So gab es für Tschechien, das lange Zeit mit 2010 (!) rechnete, aber auch für Polen und Ungarn bereits fixe Daten, die allesamt schubladisiert wurden. Nachdem jede neuerliche Verschiebung das Risiko eines (weiteren) politischen Reputationsverlustes mit sich bringen würde, verlautbaren die meisten Länder derzeit nur relativ vage Zieldaten, die alle bei 2014 oder 2015 liegen. Tschechien hat derzeit überhaupt kein offizielles Zieldatum für die Euroeinführung.

In jenen Ländern, die bereits WKM-II-Mitglieder sind (also Litauen und Lettland), aber auch in den anderen Ländern ist für diese Verschiebung ganz offensichtlich die deutlich absehbare Nichterreicherung einiger Konvergenzkriterien verantwortlich. Während in der Hochkonjunktur vor allem das Inflationskriterium eine große Hürde darstellte, sind es krisenbedingt derzeit vor allem die Fiskalkriterien, die einer Einführung des Euro entgegenstehen. Aber auch grundsätzliche Überlegungen über die Vor- und Nachteile des Euro spielen aufgrund der in der Krise gemachten Erfahrungen eine immer größere Rolle. Zwar wird dem Euro nach wie vor eine gewisse Schutzschildfunktion zugesprochen, das Beispiel Polens zeigt aber auch, dass die Möglichkeit einer Abwertung in schweren Zeiten durchaus hilfreich sein kann. Die Wechselkursentwicklung des Euro selbst spielt bei den Euroeinführungsplänen der einzelnen Länder hingegen eine eher untergeordnete Rolle. Der Wertverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar im Frühjahr 2010, als der Wechselkurs des Euro vorübergehend auf 1,17 \$ absackte, zog zwar viele Euro-kritische Kommentare nach sich. Die Euroeinführungspläne wurden davon aber nicht tangiert. Dafür war diese Episode zu kurz und das Ziel an sich zu wichtig.

Fest steht, dass dem WKM II zwischenzeitlich eine neue Bedeutung zukommt. Ursprünglich als "training room" mit einer positiven Konnotation gedacht (d. h. man tritt bei, wenn nötig macht man ein Realignment, und wenn sich der Verzicht auf das Wechselkursinstrument bewährt hat, führt man den Euro ein), wird der WKM II derzeit als "waiting room" empfunden. Die Konnotation ist negativ und die teilnehmenden Regierungen versuchen die Zeit im WKM II möglichst zu minimieren. Ihre Begründung dafür ist: ein Versprechen an die Bevölkerung, den Euro einzuführen, das sie (möglichst in ihrer Amtsperiode) einlösen wollen; die Märkte, die mit Argusaugen den Wechselkurs verfolgen und die einzuhaltenden Bänder als Spekulationseinladung sehen. Nachdem die EZB nur unter der Bedingung, dass die Preisstabilität im Euro-Raum nicht gefährdet ist, dazu verpflichtet ist, die Bänder zu verteidigen, gibt es ein reelles Risiko alleine intervenieren zu müssen oder die Bän-

der zu überschießen. Eine Aufwertung der Währung ist dabei kein Problem, eine Abwertung hingegen gilt als Nichterfüllung des Wechselkurskriteriums – und die mindestens notwendige 2-Jahresfrist beginnt von Neuem.

Zusätzlich gibt es bereits die ersten "Erfahrungsberichte" der slowenischen und der slowakischen Notenbank. Deren Empfehlung lautet, die Zeit, die im WKM II verbracht wird, so kurz wie möglich zu halten. Diese Einschätzung fußt nicht zuletzt auf den negativen Erfahrungen, die die slowakische Notenbank in einer kurzen Phase der politischen Unsicherheit (Regierungswechsel im Juni 2006) gemacht hat. In dem Moment, in dem die Politik sich nicht mehr zu 100% zum geplanten Euroeinführungsdatum bekannt hatte, verlor die Krone deutlich an Wert und die slowakische Notenbank musste massiv intervenieren, um den Wechselkurs innerhalb der Bänder zu halten (*Banerjee et al.*, 2010).

Angesichts dieser Entwicklung und dem Faktum, dass eine Euroeinführung nach zwei Jahren im WKM II durchaus in den Bereich des Wahrscheinlichen gerückt ist, wird dem Beitrittsantrag zum WKM II nun insbesondere von der EZB mehr Bedeutung beigemessen. Schließlich besitzt die EZB nur hier eine Art von Vetorecht, da es einer konsensualen Entscheidung aller involvierten Parteien bedarf. In allen anderen Stationen des Euroeinführungsprozesses haben die Regierungschefs bzw. die Finanzminister (repräsentiert durch den ECOFIN) das letzte Wort, liegen doch die fundamentalen Entscheidungen betreffend die Währungs- und Wechselkurspolitik in ihrer Kompetenz.

### 14.5 De facto Euroisierung in Zentral- und Osteuropa

In den meisten Ländern Zentral- und Osteuropas ist der Euro mehr oder weniger stark verbreitet; d. h. die Bevölkerung hält entweder Bargeld in Euro, hat Spareinlagen in Euro oder Kredite in Fremdwährung (meist in Euro, abgesehen von Ungarn eher selten in Schweizer Franken) aufgenommen. Vor allem wenn größere Beträge involviert sind, wie z. B. bei der Anschaffung von Immobilien, Autos oder Haushaltsgeräten, wird der Euro insbesondere in Südosteuropa auch für Zahlungen verwendet, obwohl er in den meisten Ländern (Ausnahme: Kosovo und Montenegro) kein offizielles Zahlungsmittel ist (*Scheiber – Stix*, 2009). Begibt man sich vor Ort, kann man übrigens ein erhebliches Ausmaß an "doppelter Preisauszeichnung" sowohl auf den Werbeplakaten als auch in den Schaufenstern erkennen.

Die Gründe für einen hohen Euroisierungsgrad sind vielfältig (*Ritzberger-Grünwald – Stix*, 2007). In einigen Ländern (insbesondere in den Nachfolgestaaten Jugoslawiens) hat der Euro die Deutsche Mark ersetzt, die im Zuge von Tourismuseinnahmen und Geldsendungen von



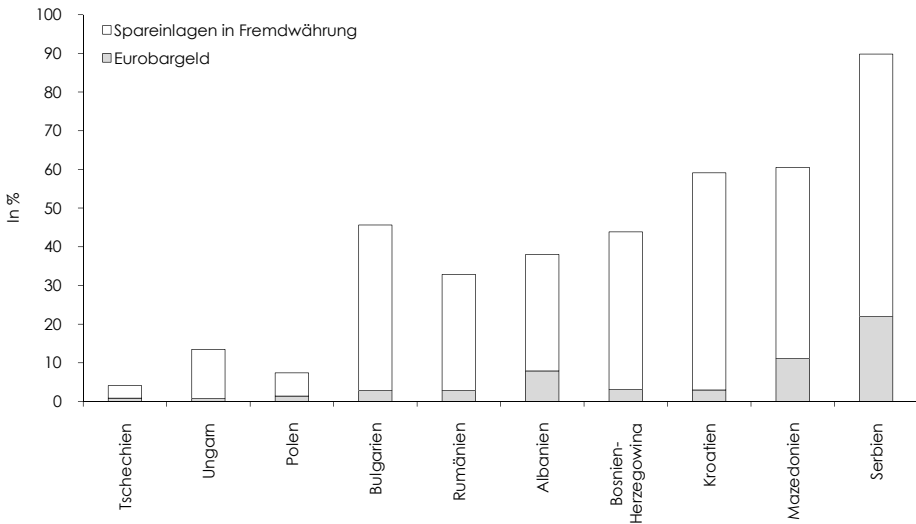
Gastarbeitern in den 1970er- und 1980er-Jahren eine weit verbreitete Reservewährung war. In anderen Ländern ist die Bevölkerung aufgrund negativer Erfahrungen im Zuge einer restriktiven Devisenbewirtschaftung den nationalen Währungen gegenüber misstrauisch und weicht ungeachtet eventueller nachteiliger Wechselkursbewegungen aus Sicherheitsüberlegungen auf den Euro aus. Ein weiteres Motiv ist in dem Inflationsdifferential begründet, da die nationalen Währungen angesichts der in der Regel deutlich höheren heimischen Inflationsrate im Inland permanent an Kaufkraft verlieren. Verstärkt werden diese Verhaltensmuster durch die Angebote meist ausländischer Banken, die Fremdwährungskredite zumindest in der Vergangenheit stark beworben haben. Dass dem Zinsvorteil ein Wechselkursrisiko gegenübersteht, wurde von den privaten Haushalten meist übersehen oder bewusst in Kauf genommen. Während Unternehmen oft Einnahmen in Euro haben und damit in gewisser Weise abgesichert sind, sind private Haushalte diesem Risiko (außer im Falle ausreichender Remittances, also Geldsendungen von im Ausland erwerbstätigen Verwandten oder Freunden in Fremdwährung) weitgehend ausgeliefert. Dieses Risiko wurde insbesondere in der Krise schlagend, als zahlreiche osteuropäische Währungen deutlich an Wert verloren. In der Folge nahmen die Kreditausfälle insbesondere bei FX-Krediten deutlich zu.

Eine weitgehende Euroisierung einer Volkswirtschaft ist aber auch in geldpolitischer Hinsicht problematisch. Kurzfristig erschwert die Quasi-Nichtverwendung der nationalen Währung die Steuerung der Geldmenge für die Notenbanken, der Transmissionsmechanismus ist verzerrt und eine effiziente Geldpolitik fast unmöglich (Beispiel: Kroatien). Mittelfristig, wenn es eines Tages um die offizielle Einführung des Euros gehen wird, wird die Messung der Erfüllung der Konvergenzkriterien (z. B. des Zinskriteriums) Schwierigkeiten bereiten.

Der OeNB-Eurosurvey ist eine originäre Erhebung, die Ausmaß und Beweggründe der Euroisierung in zehn zentral- und osteuropäischen Ländern erfasst und analysiert; d. h. die OeNB hat im Herbst 2007 diese Umfrage gestartet und führt diese seither zwei Mal jährlich durch (siehe [ceec.oenb.at](http://ceec.oenb.at), wo sich neben aktuellen Ergebnissen alle Publikationen finden; aber auch ECB, 2010). Neben Fragen betreffend die Einschätzung der aktuellen wirtschaftlichen Lage und den erwarteten Termin der Euroeinführung, werden den privaten Haushalten auch zahlreiche Fragen betreffend die Bargeldhaltung, Spareinlagen aber auch die Aufnahme von Krediten sowohl in nationaler als auch in Fremdwährung gestellt. Zusätzlich werden das Vertrauen in den Euro bzw. die lokale Währung, aber auch das Vertrauen in den Bankensektor abgefragt.

Die Umfrageergebnisse überraschen mit einem außerordentlich hohen Euroisierungsgrad in Südosteuropa. In Serbien sind an die 90% der Bargeldhaltung und der Spareinlagen der privaten Haushalte in Fremdwährung! Aber auch in den EU-Ländern Bulgarien und Rumänien sind mit etwa 45% bzw. 30% ausgesprochen hohe Euroisierungsgrade festzustellen (Abbildung 14.6).

**Abbildung 14.6: Grad der Euroisierung**

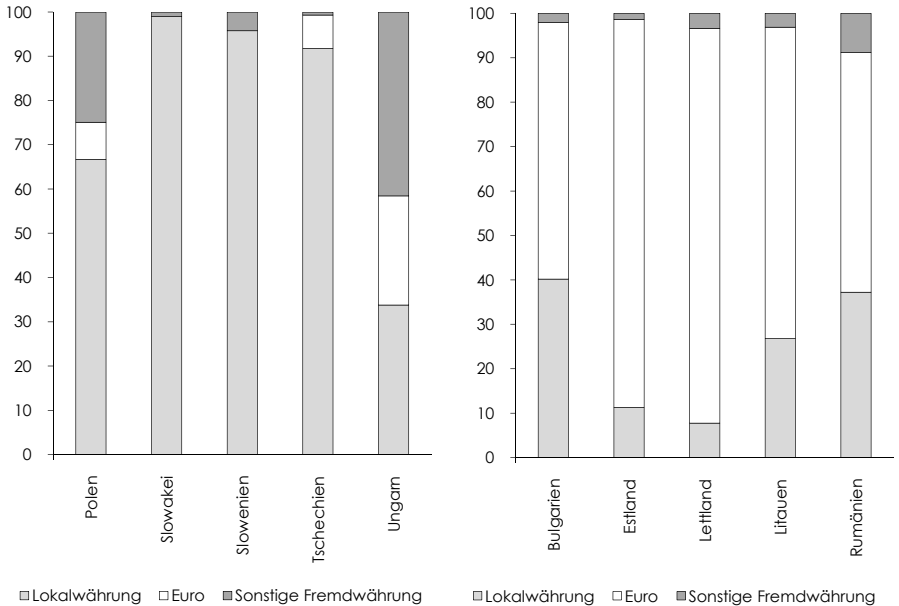


Q: OeNB Euro Survey - Fruhjahrswelle 2010, Nationale Notenbanken. – Anmerkung: Euroisierungsindex = (Eurobargeld + Spareinlagen in FX) / (gesamter Bargeldumlauf + gesamte Spareinlagen), private Haushalte, Durchschnitt für Mai/Juni 2010. Die Fremdwahrungseinlagen für Kroatien umfassen nicht die Spareinlagen, welche auf fremde Währungen indexiert sind. Die Spareinlagen für Bosnien-Herzegowina umfassen die Einlagen sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen.

Es liegt nahe, dass in stark euroisierten Ländern nicht nur die Bargeldbestände und die Spareinlagen, sondern auch viele Kredite in Euro denominated sind (Ausnahmen sind definitiv Ungarn und auch zu einem gewissen Grad Polen, wo nicht nur Eurokredite eine Rolle spielen, sondern zusätzlich auch ein Schweizer Franken/Yen/US-Dollar-Kreditsegment existiert; Abbildung 14.7). Die Frage ob diese Euro-Kredite vor allem nachfrageseitig oder angebotsseitig entstanden sind, ist dabei sekundär. Sie sind Realität, und sie bringen zusätzliche Risiken sowohl für die privaten Haushalte als auch für die involvierten Banken mit sich. Vor diesem Hintergrund – und basierend auf den österreichischen Erfahrungen mit dem Eindämmen der FX-Kredite – gibt

es seit einiger Zeit auf internationaler Ebene (unter Einbindung der lokalen Behörden) große Anstrengungen die FX-Kreditvergabe in Osteuropa zu erschweren.

**Abbildung 14.7: Währungszusammensetzung der inländischen Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen**  
**Stände per 30. Juni 2010 in % der gesamten Kreditvergabe**



Q: Nationale Zentralbanken.

Im Rahmen der Fortsetzung der Vienna Initiative, die als "Vienna Plus" bezeichnet wird, gibt es derzeit international koordinierte Bestrebungen, die Neuvergabe von FX-Kredite in Osteuropa einzudämmen. Dabei sind die internationalen (Finanz-)institutionen wie der IMF, die Weltbank, die EBRD, die EIB und die EK gemeinsam mit den zuständigen Aufsichtsbehörden und Mutterbanken tätig. Mit vorerst drei Ländern (Ungarn, Rumänien und Serbien) gibt es konkrete Verhandlungen; Ungarn ist diesbezüglich am weitesten. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass es mit der Türkei bereits ein Land gibt, in dem FX-Kredite an Haushalte sogar verboten sind.

### 14.6 Resümee

Die Sichtweise betreffend die Adäquatheit der Wechselkursregime in zentral- und osteuropäischen Ländern hat sich unmittelbar vor bzw. in der Krise verändert. Insbesondere Fixkursregime wurden angesichts der sehr großen Ungleichgewichte (insbesondere Leistungsbilanzdefizite) deutlich kritischer gesehen. Trotz dieser Bedenken ist die Verbreitung von Fixkursystemen unverändert: Kein Land hat sein Currency Board aufgegeben, die notwendigen Anpassungen, ohne die so manches internationale Hilfspaket z. B. für Lettland oder Bulgarien nicht zustande gekommen wäre, liefen vielmehr über strukturpolitische Maßnahmen und ausgesprochen restriktive Konsolidierungspfade.

Der Euro ist ein Schutzschild – aber derzeit und voraussichtlich noch für einige Jahre ausschließlich für kleine Länder. Nur diese haben bisher ihr Wechselkursinstrument gegen eine Euro-Raum-Mitgliedschaft eingetauscht. Dass es sich dabei um keinen "goldenen Käfig" handelt zeigt, dass auch die Slowakei und ganz besonders Slowenien – so wie viele andere Euro-Raum-Mitglieder – hart von der Krise getroffen wurden. Der Euro-Raum selbst ist flexibler als oft behauptet – selbst in der Krise war er bereit und fähig mit Estland ein weiteres Land, das sich qualifiziert hatte, aufzunehmen.

Für die großen Länder hat sich hingegen gerade in der Krise gezeigt, dass das Wechselkursinstrument durchaus ein wertvolles ist. In Polen hat die Abwertung des Zloty zumindest mitgeholfen, die Krise besser als viele andere Länder zu überstehen. In der Folge muss mit einer gewissen Verschiebung der Euroeinführungspläne gerechnet werden. "We are not obsessed, but of course it is a medium-term goal" (Marek Belka; Gouverneur der polnischen Notenbank; Eurokonferenz in Tallinn, am 20. September 2010).

### 14.7 Literaturhinweise

- Banerjee, B., Kozamernik, D., Odor, L., The Road to Euro Adoption: A Comparison of Slovakia and Slovenia, Paper prepared for the Conference on The Euro Area and the Financial Crisis, Bratislava, September 6-8, 2010.
- Dalsgaard, Th., "Slovenia after Euro Adoption: Challenges and Solutions", in Bole, V., Landis, M. K., From Tolar to Euro, Center of Excellence in Finance, Ljubljana, 2010.
- Egert, B., "Assessing Equilibrium Exchange Rates in CEE Acceding Countries: Can We Have DEER with BEER without FEER? A Critical Survey of the Literature", Focus in Transition, 2003, (2), S. 38-106, [http://www.oenb.at/en/img/ftf\\_20032\\_tcm16-1138.pdf](http://www.oenb.at/en/img/ftf_20032_tcm16-1138.pdf).
- European Central Bank (ECB), The International Role of the Euro, July 2010.
- EZB, Rede Jürgen Stark "Fast, but sustainable? Challenges and policy options for the catching-up process of central and eastern European countries",

1. Oktober 2007, <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/index.en.html>.
- Gaspari, M., "Monetary Policy Instruments in the Period before the Adaption of the Euro", in Bole, V., Landis, M. K., From Tolar to Euro, Center of Excellence in Finance, Ljubljana, 2010.
- Gulde, A., "The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization", IMF Policy Discussion paper, April 1999, (3), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/1999/pdp03.pdf>.
- Kohutikova, E., "From the Koruna to the Euro", Focus on European Economic Integration, 2009, Special Issue, S. 38-43, [http://www.nationalbank.at/de/img/feei\\_2009\\_si\\_0\\_tcm14-143540.pdf](http://www.nationalbank.at/de/img/feei_2009_si_0_tcm14-143540.pdf).
- Nitsche, W., "The Vienna Initiative/European Bank Coordination Initiative: Assessment and Outlook", BMF Working Paper, 2010, (4), [http://m.bmf.gv.at/Publikationen/Downloads/WorkingPapers/WP\\_4\\_2010\\_The\\_Vienna\\_Initiative.pdf](http://m.bmf.gv.at/Publikationen/Downloads/WorkingPapers/WP_4_2010_The_Vienna_Initiative.pdf).
- Purfield, C., Rosenberg, Ch. B., "Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-2009", IMF Working Paper, 2010, (WP/10/213), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10213.pdf>.
- Ritzberger-Grünwald, D., "Banking in CEE - Past success stories. Current black clouds. Future silver linings?", BIATEC Banking Journal of the National Bank of Slovakia, August 2009, (17).
- Ritzberger-Grünwald, D., Stix, H., "Are Euro Cash Holdings in Central and Eastern Europe Driven by Experience or Anticipation? Results from the OeNB Survey", Focus on European Economic Integration, 2007, (1), S. 77-100, [http://www.oenb.at/de/img/feei\\_2007\\_1\\_tcm14-58455.pdf](http://www.oenb.at/de/img/feei_2007_1_tcm14-58455.pdf).
- Ritzberger-Grünwald, D., Wörz, J., "Macroconvergence in Central, Eastern and Southeastern European Economies", Focus on European Economic Integration, 2009, Special Issue, S. 56-65, [http://www.nationalbank.at/de/img/feei\\_2009\\_si\\_0\\_tcm14-143540.pdf](http://www.nationalbank.at/de/img/feei_2009_si_0_tcm14-143540.pdf).
- Ritzberger-Grünwald, D., Wörz, J., "Wechselkurse und österreichischer Außenhandel", FIW Policy Briefs, 2010, (5), [http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Policy\\_Briefs/05.FIW\\_PolicyBrief.Wechselkurse.final.pdf](http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/Policy_Briefs/05.FIW_PolicyBrief.Wechselkurse.final.pdf).
- Scheiber, T., Stix, H., "Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe - New Evidence On Its Extent and Some Evidence On Its Causes", OeNB Working Paper, 2009, (159), [http://www.oenb.at/en/img/wp159\\_tcm16-144505.pdf](http://www.oenb.at/en/img/wp159_tcm16-144505.pdf).