

Institut der Deutschen Wirtschaft Köln (Ed.)

**Research Report**

## Zehn Jahre Euro: Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen

IW-Analysen, No. 43

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Institut der Deutschen Wirtschaft Köln (Ed.) (2008) : Zehn Jahre Euro: Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen, IW-Analysen, No. 43, ISBN 978-3-602-45436-5, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/181804>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.)

# Zehn Jahre Euro

Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen

# Analysen

Forschungsberichte  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.)

## Zehn Jahre Euro

Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-602-14820-2 (Druckausgabe)

978-3-602-45436-5 (PDF)

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

© 2008 Deutscher Instituts-Verlag GmbH  
Gustav-Heinemann-Ufer 84–88, 50968 Köln  
Postfach 51 06 70, 50942 Köln  
Telefon 0221 4981-452  
Fax 0221 4981-445  
[div@iwkoeln.de](mailto:div@iwkoeln.de)  
[www.divkoeln.de](http://www.divkoeln.de)

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

# Inhalt

Rolf Kroker	
<b>Vorwort</b>	4
1 Berthold Busch / Manfred Jäger	
<b>Der Weg zum Euro</b>	7
2 Christof Römer	
<b>Makroökonomische Bestandsaufnahme</b>	25
3 Jürgen Matthes	
<b>Wirkungen der Europäischen Währungsunion auf Wachstum,     Handel und Direktinvestitionen</b>	45
4 Manfred Jäger	
<b>Die gemeinsame Währung und die Finanzmärkte</b>	69
5 Hagen Lesch	
<b>Europäische Währungsunion und Lohnpolitik</b>	85
6 Winfried Fuest	
<b>Finanzpolitik in den Ländern der Europäischen Währungsunion</b>	103
7 Jürgen Matthes	
<b>Zunehmende Ungleichgewichte im Euroraum:     Gefahr für die Europäische Währungsunion?</b>	119
<b>Die Autoren</b>	151

# Vorwort

Am 1. Januar 1999 wurde von damals elf Staaten der Euro als gemeinsame Währung für 290 Millionen Europäer eingeführt und die Verantwortung für die Geldpolitik in diesem Währungsraum auf die Europäische Zentralbank (EZB) übertragen. An die Einfuhung des Euro waren vielfältige Hoffnungen geknüpft. Er sollte zu mehr Stabilität und Prosperität in Europa führen, der europäischen Integration einen neuen Schub verleihen und ein Gegengewicht zur Weltwährung US-Dollar schaffen. Gleichermaßen wurde aber auch eine Reihe von Befürchtungen geäußert – vor allem in Deutschland. Würde der Euro so stabil sein wie die D-Mark, die er ablöste? Würde die EZB ihrer Aufgabe gerecht werden können, eine Geldpolitik für die gesamte Währungsunion zu betreiben? Würde die Finanzpolitik, die in der Zuständigkeit der nationalen Regierungen verblieb, die Aufgabe der Geldpolitik erschweren? Würde der neue Währungsraum überhaupt dauerhaft Bestand haben können?

Das zehnjährige Jubiläum des Euro hat das Institut der deutschen Wirtschaft Köln zum Anlass genommen, eine Bilanz zu ziehen und auf die Erfahrungen mit der gemeinsamen Währung zurückzublicken. Dabei soll den Fragen nachgegangen werden, ob und welche Erfolge zu verzeichnen sind und ob die Befürchtungen sich als begründet erwiesen haben.

Berthold Busch und Manfred Jäger zeichnen in Kapitel 1 den langen Weg zur gemeinsamen Währung und ihre Entwicklung während der ersten Jahre in einem stürmischen weltwirtschaftlichen Umfeld nach. Zudem skizzieren sie die Grundlagen der Geldpolitik der EZB. Sie wenden sich dabei gegen das verbreitete Vorurteil, der Euro sei ein Teuro geworden.

Dieses Ergebnis wird in Kapitel 2 von Christof Römer bestätigt, der sich mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den Mitgliedsländern befasst. Der Autor zeigt, dass sich die Währungsunion positiv auf die Entwicklung der Preisstabilität ausgewirkt hat. Zwischen den einzelnen Mitgliedsländern bestehen allerdings große Divergenzen bei Inflation und Wirtschaftswachstum. Eine unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten in den Mitgliedstaaten hat zu einer Verschiebung der Positionen im Wettbewerbsgefuge geführt.

Jürgen Matthes beschäftigt sich in Kapitel 3 mit der Frage, inwieweit die avisierten realwirtschaftlichen Vorteile der Europäischen Währungsunion (EWU) eingetreten sind. Dazu gehören vor allem niedrigere Transaktionskosten, mehr Handel und Direktinvestitionen in der Eurozone und – aus all diesem folgend – ein höheres Wirtschaftswachstum. Auf der Basis der bisherigen wissenschaftlichen

Studien zieht der Verfasser eine verhalten positive Bilanz, verweist jedoch auf erheblichen weiteren Forschungsbedarf.

Kapitel 4 ist der monetären und finanziellen Sphäre der Währungsunion gewidmet. Die Erwartungen über eine integrative Wirkung der EWU auf die Finanzmärkte der Mitgliedstaaten haben sich weitgehend erfüllt. Manfred Jäger zeigt in seinem Beitrag auf, dass die Integration auf dem Geldmarkt als nahezu perfekt bezeichnet werden kann und auch auf den Anleihemärkten schon weit fortgeschritten ist. Das hat die Bedeutung des europäischen Finanzplatzes im globalen Finanzsystem gestärkt.

Hagen Lesch untersucht in Kapitel 5 die Lohnpolitik in der Europäischen Währungsunion. Während für die Eurozone insgesamt eine hohe Lohndisziplin zu attestieren ist, zeigen sich für die einzelnen Mitgliedstaaten deutliche Unterschiede. So konnte Deutschland seine Wettbewerbsfähigkeit durch einen Rückgang der Lohnstückkosten vor allem gegenüber Frankreich und Italien steigern. Die Angst vor einem ruinösen Lohnsenkungswettbewerb hat sich allerdings als unbegründet erwiesen.

Neben der Lohnpolitik ist die Finanzpolitik ein wichtiger gesamtwirtschaftlicher Faktor, der die Funktionsweise der Währungsunion beeinflusst. Zur Verhinderung von Konflikten zwischen der vergemeinschafteten Geldpolitik und der nationalen Finanzpolitik wurden institutionelle Vorkehrungen unter anderem in Form des Stabilitäts- und Wachstumspaktes geschaffen. Winfried Fuest kommt in Kapitel 6 zu dem Ergebnis, dass sich die Währungsunion disziplinierend auf die Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten ausgewirkt hat. Die Konsolidierungsanstrengungen dürften dadurch erleichtert worden sein, dass – wie Kapitel 4 zur Integration der Finanzmärkte zeigen wird – die EWU schon früh zu einer Reduzierung der Renditestreuungen staatlicher Anleihen geführt hat.

Die Rückschau auf zehn Jahre Europäische Währungsunion wird ergänzt durch einen Blick in die Zukunft. In Kapitel 7 befasst sich Jürgen Matthes mit der Frage, ob dem Euro seine größte Belastungsprobe erst noch bevorsteht. Denn es seien – so eine gängige kritische These – tiefe Rezessionen mit hoher Arbeitslosigkeit nötig, damit die südeuropäischen EWU-Staaten ihre zuletzt stark verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit wieder verbessern können. In einer gründlichen Abwägung relativiert der Autor einige der üblichen kritischen Argumente, auch im Hinblick auf den sogenannten Wettbewerbsfähigkeitseffekt der EWU. Doch gibt es auch nach seiner Einschätzung merkliche Risiken für das zukünftige Image des Euro.



# Kapitel 1

**Berthold Busch / Manfred Jäger**

## **Der Weg zum Euro**

### **Inhalt**

1	Die Anfänge des Euro in bewegter Zeit	8
2	Der Außen- und der Binnenwert des Euro	9
3	Instrumente, Säulen und Pfeiler der EZB-Geldpolitik	12
3.1	Die Instrumente	12
3.2	Die Säulen	14
3.3	Die Pfeiler	15
4	Gemeinsame Währung und nationale Verantwortung für die Wirtschaftspolitik	16
5	Die Historie der gemeinsamen Währung	20
	Literatur	23

# 1

## Die Anfänge des Euro in bewegter Zeit

Am 1. Januar 2009 feiert der Euro, die gemeinsame Währung von dann 16 Mitgliedstaaten der Europäischen Union, seinen zehnten Geburtstag<sup>1</sup>. Am 31. Dezember 1998 wurden die Wechselkurse von damals elf Währungen gegenüber dem Euro unwiderruflich festgelegt. Einen Tag später, am 1. Januar 1999, führten diese Länder die neue Währung zunächst als Buchgeld ein. Damit erlebte die EU eine neue Stufe der ökonomischen Integration. Niemals zuvor hatten souveräne Staaten die Verantwortung für die Geldpolitik an eine supranationale Zentralbank übertragen (Issing, 2008b, 17).

Was folgte, war eine bewegte geld- und währungspolitische Periode, in der die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion (EWU)<sup>2</sup> von politischen und wirtschaftlichen Schocks getroffen wurden. Dazu gehörten die Anschläge vom 11. September 2001 in den USA und das Platzen der New-Economy-Blase im Jahr 2000, in deren Folge die Aktienkurse eine lange Talfahrt begannen. Die Europäische Zentralbank (EZB) musste in einem turbulenten weltwirtschaftlichen Umfeld sehr schnell unter Beweis stellen, dass sie in der Lage ist, den Auftrag des EG-Vertrags zu erfüllen. Artikel 105 des EG-Vertrags nennt als vorrangiges Ziel für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), für Preisstabilität zu sorgen. Das ESZB besteht aus der EZB und den nationalen Zentralbanken aller EU-Mitgliedstaaten; dagegen bilden die EZB und die nationalen Zentralbanken der Euro-Staaten das Eurosystem (Deutsche Bundesbank, 2008a, 42). Demzufolge verpflichtet der Vertrag also auch die EU-Länder, die den Euro noch nicht eingeführt haben, auf die Geldwertstabilität.

Die öffentliche Resonanz auf den Euro reichte von Zustimmung über Skepsis<sup>3</sup> bis hin zu ausgesprochener Ablehnung der gemeinsamen Währung. Bei den teilnehmenden Staaten ergibt sich allerdings kein einheitliches Bild. Während die deutsche Bevölkerung eher skeptisch bis ablehnend war, sahen die Italiener, Spanier, Griechen und Portugiesen dem Euro hoffnungsvoll entgegen (Greite-

<sup>1</sup> Die Einführung des Euro als Buchgeld zum 1. Januar 1999 ist als Beginn der Währungsunion zu betrachten, auch wenn die neue Währung als Bargeld erst drei Jahre später an die Bürger ausgegeben wurde.

<sup>2</sup> Offizieller Name ist laut EU-Vertrag „Wirtschafts- und Währungsunion“ (WWU). Im Folgenden wird die Abkürzung EWU für Europäische Währungsunion verwendet.

<sup>3</sup> Stellvertretend sei hier der frühere Vorsitzende der amerikanischen Notenbank, Alan Greenspan, zitiert, der in seiner Autobiografie geschrieben hat: „Im Vorfeld der Einführung einer gemeinsamen Währung Anfang der neunziger Jahre hatte ich große Bedenken, ob sich eine Zentralbank mit der Machtstellung der viel gerühmten Deutschen Bundesbank auf den gesamten Kontinent übertragen ließe. Außerdem hatte ich meine Zweifel, ob eine solche Einrichtung überhaupt nötig war, denn Europa hatte ja mit der Bundesbank de facto schon eine Zentralbank. Vor allem aber war ich keineswegs sicher, dass eine Europäische Zentralbank funktionieren würde“ (Greenspan, 2007, 9).

meyer et al., 2008, 3). Eine Umfrage im Frühjahr 2008 hat ergeben, dass immer noch ein Drittel der Deutschen lieber mit der D-Mark als mit dem Euro bezahlen möchte (Bundesverband Deutscher Banken, 2008, 3).

## 2

## Der Außen- und der Binnenwert des Euro

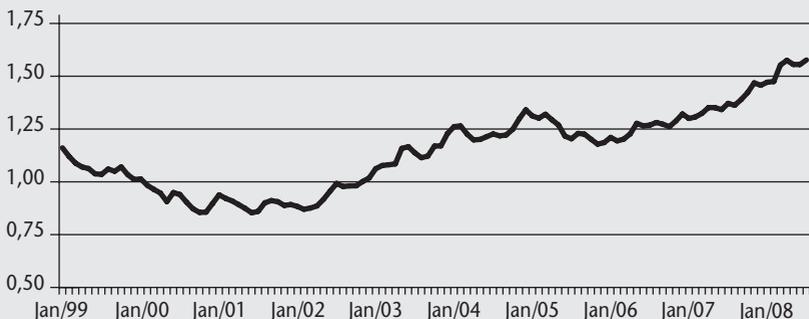
Zwei Trends haben dazu beigetragen, dass der Euro von vielen kritisch gesehen wurde: zum einen die Entwicklung des Außenwerts, zum anderen die wahrgenommene Preisentwicklung.

Der Wechselkurs des Euro wurde am ersten Handelstag, dem 4. Januar 1999, mit 1,1789 US-Dollar notiert. Danach wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar fortwährend ab (Abbildung 1.1) und erreichte seinen bislang niedrigsten Wert mit 0,8252 US-Dollar am 26. Oktober 2000. In der öffentlichen Diskussion wurde dies häufig als Indiz für die Schwäche der neuen gemeinsamen Währung gewertet. Diese Befürchtung hat sich im Nachhinein freilich auch deshalb als falsch erwiesen, weil ungefähr seit Frühjahr 2002 der Euro mehr oder weniger kontinuierlich gegenüber dem US-Dollar aufgewertet hat. Der bislang höchste Wert des Euro betrug 1,599 US-Dollar am 15. Juli 2008. Der Außenwert sagt aber nur begrenzt etwas über die Stärke einer Währung aus.

### Entwicklung des Außenwerts des Euro gegenüber dem US-Dollar

Abbildung 1.1

1 Euro = ... US-Dollar



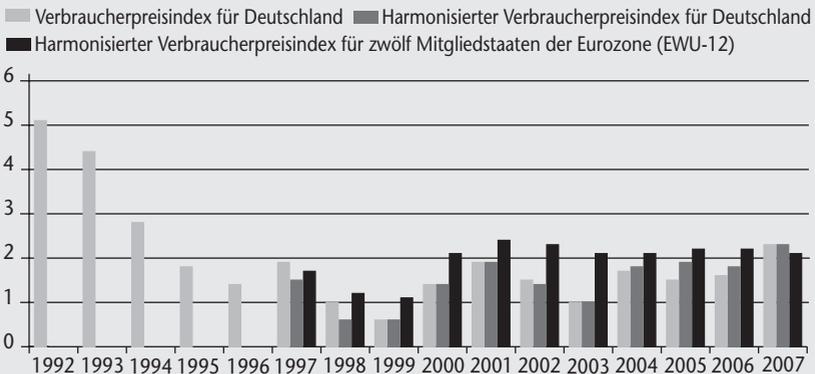
Quelle: Deutsche Bundesbank, Zeitreihendatenbank

Gravierender für die Wahrnehmung des Euro erscheint aus heutiger Sicht der Eindruck vieler Verbraucher, der Übergang von der D-Mark zum Euro habe in Deutschland zu Inflation geführt. Mit der Gleichung Euro = Teuro wurde diese Ansicht pointiert zum Ausdruck gebracht. Obwohl sich diese Einschätzung nicht mit den Statistiken über die Entwicklung des Preisniveaus belegen lässt (Abbildung 1.2), ist die Vorstellung vom Euro als Preistreiber nach wie vor verbreitet. Von 1999 – also dem Jahr, in dem die EZB die Verantwortung für die Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion (EWU) übernommen hat – bis 2007 betrug die durchschnittliche jährliche Inflationsrate der elf Gründungsmitglieder und Griechenlands 2,1 Prozent. Damit lag die Geldentwertungsrate leicht über dem von der EZB selbst gesetzten Ziel von unter, aber nahe 2 Prozent. Dieses Ergebnis muss jedoch vor dem Hintergrund der Preisschocks gesehen werden, welche die Währungsunion getroffen haben (Issing, 2008b, 18). So lag der Ölpreis im Jahresdurchschnitt 1998 noch bei 12,70 US-Dollar je Barrel, 2007 waren es schon 72,50 US-Dollar.<sup>4</sup> Der Anstieg der Preise auf den Märkten für Energie und Rohstoffe sowie auf den Agrarmärkten hat die Inflationsrate Mitte des Jahres 2008 allerdings deutlich nach oben getrieben (Becker, 2008, 5). So betrug die Preissteigerung in der Eurozone im Juni und im Juli 2008 jeweils 4 Prozent.

## Preisentwicklung in Deutschland und in der Eurozone

Abbildung 1.2

Veränderung zum Vorjahr, in Prozent



Quellen: Eurostat, Online-Datenbank (Wirtschaft und Finanzen); Statistisches Bundesamt, Datenbank Genesis

<sup>4</sup> Brent crude oil import price (OECD, 2008).

In Deutschland stieg das Preisniveau im Zeitraum von 1998 bis 2007 nur um durchschnittlich 1,6 Prozent, wenn man – wie in der EWU üblich – als Maßstab den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) heranzieht. Orientiert man sich dagegen am deutschen Verbraucherpreisindex (VPI), so ergibt sich eine leicht geringere Inflationsrate von 1,5 Prozent. Dieser Maßstab erlaubt einen etwas längeren Vergleich mit den Jahren vor Beginn der EWU, da Angaben für den HVPI erst seit 1996 veröffentlicht werden. Der Blick auf Abbildung 1.2 macht deutlich, dass die Inflationsraten Anfang der neunziger Jahre in Deutschland (Wiedervereinigungsboom) höher waren als zehn Jahre später. Im Durchschnitt der Jahre 1992 bis 1998 errechnet sich eine jährliche Teuerungsrate von 2,6 Prozent.

Trotz dieser eindeutigen Ergebnisse hält sich hartnäckig die Vorstellung, dass durch den Euro alles teurer geworden wäre. Das hat verschiedene Gründe. So ist nach Angaben des Statistischen Bundesamts ein Einfluss der Euro-Bargeldeinführung auf das allgemeine Preisniveau zwar empirisch nicht belegbar. Veränderungen habe es jedoch bei der Preisgestaltung und der Preisverteilung gegeben (Beuerlein, 2007, 209). Insbesondere administrative Maßnahmen haben sich preissteigernd ausgewirkt. So hat die sogenannte Ökologische Steuerreform zu Preiserhöhungen bei Mineralölerzeugnissen geführt, ebenso wirkte die Steuererhöhung bei Tabakprodukten. Zudem hat 2004 eine Gesundheitsreform (Praxisgebühr, Zuzahlungen bei Arzneimitteln) die Teuerung wesentlich beeinflusst. Dass all diese preissteigernden Effekte durch eine rückläufige Preisentwicklung bei langlebigen Gebrauchsgütern wie Autos, Fernsehen und Computern zumindest teilweise kompensiert wurden und andere Preise – zum Beispiel Wohnungsmieten – vergleichsweise stabil blieben, wurde dagegen aus psychologischen Gründen oft nicht wahrgenommen. Die Wahrnehmungspsychologie besagt, dass Preiserhöhungen vom Verbraucher stärker beachtet werden als Preissenkungen oder stabile Preise (Beuerlein, 2007, 210) und Preissteigerungen bei häufig gekauften Produkten zudem stärker auffallen als die Preisstabilität bei selten gekauften Erzeugnissen (Greitemeyer et al., 2008, 6; Statistisches Bundesamt, 2006, 33).

Die Vorstellung vom preistreibenden Euro nimmt mit der Zeit sogar noch zu, da viele die heutigen Euro-Preise mit den D-Mark-Preisen von vor fast sieben Jahren vergleichen – mit dem Datum des Bargeldumtauschs, 1. Januar 2002, als Vergleichszeitpunkt (Beuerlein, 2007, 211). Die D-Mark-Preise von damals enthalten aber noch nicht die Preissteigerungen, zu denen es auch dann gekommen wäre, wenn es keinen Umtausch gegeben hätte.

# 3

## Instrumente, Säulen und Pfeiler der EZB-Geldpolitik

Die Institution, die mit ihrer Geldpolitik für einen stabilen Binnenwert des Euro sorgen soll, ist das sogenannte Eurosystem. Es besteht aus der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt am Main und den nationalen Zentralbanken der Länder, die dem Euro-Währungsgebiet beigetreten sind. Die Geldpolitik des Eurosystems wird im Folgenden durch die Erläuterung der Strategie, des rechtlichen Rahmens und der Instrumente skizziert. Sehr verdichtet und idealisiert dargestellt funktioniert die Geldpolitik wie folgt: Die Zentralbank setzt gemäß einer geldpolitischen Strategie ihre Instrumente ein. Sie nutzt ihre Instrumente zur Steuerung der kurzfristigen Zinsen und beeinflusst damit die Geldversorgung und die Preisentwicklung. Das vorgegebene Ziel der Preisstabilität bestimmt dabei die Strategie und den Einsatz der Instrumente. Der rechtliche Rahmen definiert das Ziel der Zentralbank und sorgt für eine möglichst ungestörte und effektive Umsetzung der Geldpolitik.

### 3.1 Die Instrumente

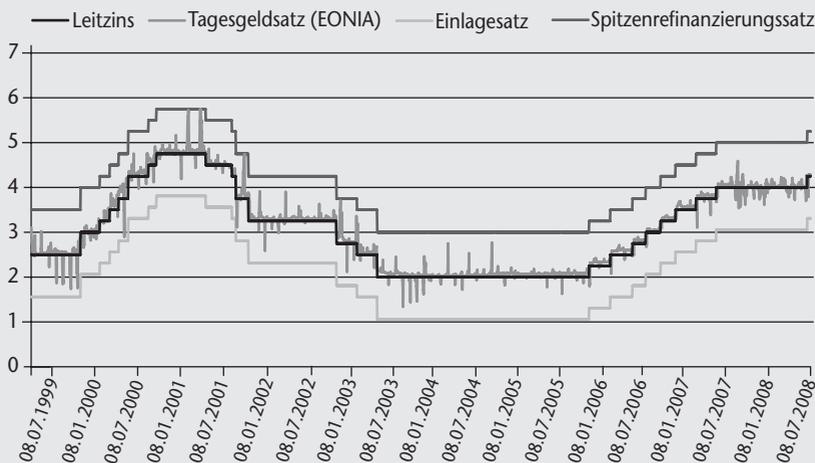
Der Anknüpfungspunkt der Geldpolitik ist der Tagesgeldsatz (EONIA = Euro Overnight Index Average). Die EZB setzt ihr Instrumentarium so ein, dass der EONIA nahe am Leitzins (dem Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte) liegt. Der Hebel, um dieses Ziel zu erreichen, ist die Versorgung der Banken mit Zentralbankguthaben. Die Banken sind aufgrund der Mindestreservepflicht gezwungen, Guthaben bei der Zentralbank zu halten, wobei sich diese Pflicht nach dem Volumen der Kundensichteinlagen richtet und für eine bestimmte Periode (die sogenannte Erfüllungsperiode) im Durchschnitt erfüllt sein muss. Die EZB versteigert im Rahmen der kurzfristigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte wöchentlich Zentralbankguthaben mit einer Laufzeit von einer Woche und im Rahmen von sogenannten Basistendern monatlich Zentralbankguthaben mit einer Laufzeit von drei Monaten – jeweils gegen Sicherheiten. Die Banken bieten dabei für eine von ihnen gewünschte Menge unter Angabe eines Zinssatzes.

Die Zentralbank setzt mit der Leitzinsentscheidung den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte fest. Die tatsächliche Zuteilung an die Bietenden richtet sich nach den Liquiditätsbedürfnissen – also der Nachfrage nach Zentralbankguthaben – der Banken, die von der Zentralbank durch die Liquiditätsschätzung ermittelt wird. Das System der Versorgung mit Zentralbankgeld funktioniert dann ähnlich einem System kommunizierender Röhren, da die

## Entwicklung der Zinssätze im Eurosystem

Abbildung 1.3

in Prozent



Quelle: Bloomberg

Banken die Guthaben untereinander handeln können. Dies geschieht insbesondere und im großen Umfang tageweise, wobei sich auf diesem Markt ein Zinssatz bildet – der sogenannte EONIA. Über die Aktionen steuert die Zentralbank die Liquiditätsversorgung insgesamt und dadurch die Angebotsbedingungen an diesem Interbankenmarkt, sodass sie mittelbar den Tagesgeldsatz beeinflusst. In der Tat ist es der EZB gelungen, den Tagesgeldsatz ziemlich nahe am Leitzins zu halten (Abbildung 1.3).

Durch zwei weitere Instrumente wird dieses Ziel zusätzlich abgesichert. Banken können im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität Zentralbankguthaben gegen Sicherheiten über Nacht für den Spitzenrefinanzierungssatz erhalten. Über die Einlagenfazilität können die Banken ihre Sichtguthaben bei der Zentralbank deponieren, dafür erhalten sie von der Zentralbank den Einlagesatz. Da Banken diesen direkten Weg wählen können, statt sich Sichtguthaben am Interbankenmarkt zu leihen, wird der Tagesgeldsatz unter dem Spitzenrefinanzierungssatz bleiben. Ferner werden Banken zu keinem Zinssatz, der niedriger als der Einlagesatz ist, Sichtguthaben an eine andere Bank verleihen. Folglich definieren der Einlagesatz und Spitzenrefinanzierungssatz einen Kanal, in dem sich der Tagesgeldsatz bewegt.

Die EZB steuert somit über die Festsetzung des Leitzinses und die Refinanzierungsgeschäfte die Guthaben der Banken bei der Zentralbank. Die volkswirtschaftlich relevante Geldmenge entsteht bei den Banken durch die Schöpfung

von Sichtguthaben, welche die Kunden für Transaktionen einsetzen, insbesondere für den Kauf von Gütern und Dienstleistungen. Diese Sichtguthaben bei Banken lösen die Mindestreservepflicht aus. So beeinflusst die Geldpolitik letztlich die volkswirtschaftlich relevante Geldmenge und dadurch mittelbar die Preisbildung.

## 3.2 Die Säulen

Die Strategie, mit der die Zentralbank die Instrumente einsetzt, basiert auf zwei Säulen und orientiert sich an einer quantitativen Festlegung des vorrangigen Ziels der Geldpolitik. Das vorrangige Ziel ist die Preisstabilität, die mittelfristig gewährleistet werden soll. Preisstabilität liegt vor, wenn die Inflationsrate (gemessen am HVPI gegenüber dem Vorjahreswert) knapp unter 2 Prozent liegt. Vor den geldpolitischen Entscheidungen – insbesondere bei der Festlegung des Leitzinses – wertet die Europäische Zentralbank zwei Säulen aus.

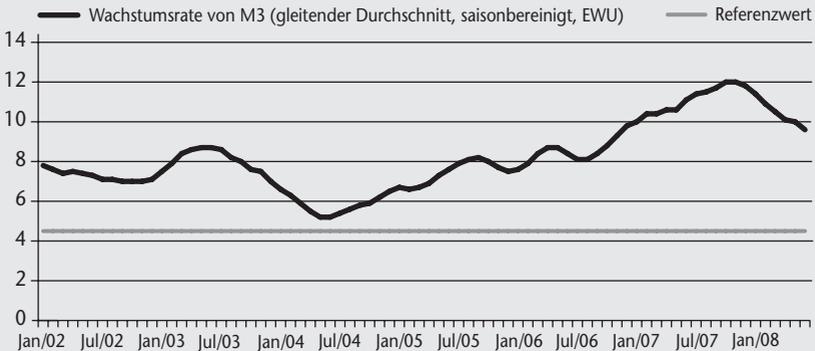
Die makroökonomische Säule: Auf breiter Basis einer makroökonomischen Analyse beurteilt die EZB die Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung. Das ist gängige Praxis aller Zentralbanken und versteht sich fast von selbst – schließlich ist es die vorrangige Aufgabe der Zentralbank, die Inflation zu unterbinden. Die monetäre Säule: Die EZB wertet die Entwicklung der monetären Aggregate (Geldmengen) und ihrer Komponenten aus und betont dabei die Rolle dieser Analyse bei der Einschätzung der langfristigen Inflationsgefahren (Deutsche Bundesbank, 2008b, 18 ff.). Die beiden Säulen werden von der Zentralbank nicht als konkurrierende Sichtweisen, sondern als sich ergänzende Informationsquellen aufgefasst.

Diese sogenannte Zwei-Säulen-Strategie ist umstritten. Allerdings sollte man die vermeintliche Zweiteilung nicht überbewerten. Issing (2008a, 88) weist daraufhin, dass es in der EZB bereits zu Beginn Einwände gegen die Verwendung der Terminologie der zwei Säulen gab, da entsprechende Formulierungen den Eindruck separater Analysen Vorschub leisten würden. Die EZB hat sich trotzdem für die Zwei-Säulen-Terminologie entschieden, um der Kommunikation einen besonderen Charakter zu verleihen. Die Kritik einflussreicher Ökonomen – insbesondere von Ben Bernanke (US-Notenbankchef), Michael Woodford (Wissenschaftler an der Columbia-Universität) und Lars Svensson (Wissenschaftler an der Universität Princeton und stellvertretender Gouverneur der schwedischen Zentralbank) – gegen die monetäre Säule basiert auf wirtschaftstheoretischen Überlegungen und empirischen Befunden, die in der Tat stichhaltige Indizien gegen die Brauchbarkeit der monetären Säulen anbringen. Andererseits ist die wissenschaftliche Debatte voll im Gang und keineswegs entschieden.

## Wachstumsrate und Referenzwert der Geldmenge M3

Abbildung 1.4

Veränderung zum Vorjahr, in Prozent



Quelle: Deutsche Bundesbank, Zeitreihendatenbank

Neben der wirtschaftswissenschaftlichen Debatte findet auch eine Debatte unter den Adressaten der Geldpolitik (hauptsächlich den Banken) statt. Einige Kommentatoren weisen darauf hin, dass die EZB die monetäre Säule zwar verbal betont, aber auf eine schnelle Geldmengenausweitung keineswegs mit einer restriktiven Geldpolitik reagiert (vgl. beispielsweise DekaBank, 2008). In der Tat war das Wachstum der Geldmenge M3 über mehrere Jahre wesentlich höher als der Referenzwert von 4,5 Prozent (Abbildung 1.4). Die EZB und die Deutsche Bundesbank haben in mehreren Publikationen und in Vorträgen versucht, diesen Widerspruch aufzulösen (Deutsche Bundesbank, 2005; EZB, 2005; 2006a; 2006b). Da die Zentralbank notgedrungen Abwägungen trifft, die sich nicht in eine einfache Regel übersetzen lassen, wird es bei der Vermittlung ihrer Einschätzung der Geldmengenentwicklung stets Kommunikationsschwierigkeiten geben. Andererseits sind wichtige Entscheidungsträger davon überzeugt, dass die monetäre Analyse wichtige Informationen über die langfristigen Inflationsgefahren enthält. Daher ist auf absehbare Zeit keine Abkehr der EZB von der – jedenfalls rhetorisch betonten – Zwei-Säulen-Strategie zu erwarten.

### 3.3 Die Pfeiler

Rechtlich steht die Geldpolitik auf drei Pfeilern: Verbot der monetären Finanzierung der staatlichen Haushalte, Unabhängigkeit der EZB, Vorrang der Preisstabilität (Issing, 2008a, 49). Der erste Pfeiler stellt klar, dass kein Geld zur Finanzierung staatlicher Aktivitäten gedruckt (oder als Sichtguthaben geschaffen)

wird. Der zweite Pfeiler soll die Zentralbank davor schützen, dass die Regierungen den ersten Pfeiler untergraben, indem sie die Handlungen der EZB direkt beeinflussen. Der dritte Pfeiler schließlich gibt der Zentralbank ihr vorrangiges Ziel vor: Preisstabilität. Da Regierungen versucht sein könnten, die Geldpolitik für andere Zwecke als zur Gewährleistung der Preisstabilität einzusetzen, ist der zweite Pfeiler (Unabhängigkeit) eine wichtige Bedingung für die Fokussierung der Zentralbank auf dieses Ziel.

Als die Europäische Zentralbank ihre Aktivitäten aufnahm, konnte sie sich auf keine eigene Tradition berufen. Da Geldpolitik ohne einen Vorschuss an Vertrauen nicht funktionieren kann, war es eine ausgesprochen kluge Entscheidung, (1) sich an der Deutschen Bundesbank zu orientieren und (2) eine Strategie, die oben erläutert wurde, zu publizieren. Geldpolitik wird hauptsächlich über die Erwartungen der Bürger implementiert. Es ist nämlich naiv anzunehmen, dass der laufende kurzfristige Tagesgeldzinssatz, den die Zentralbank als Stellschraube für ihre Geldpolitik verwendet, die wirtschaftlichen Aktivitäten so direkt und verlässlich beeinflusst, dass die Inflation „knapp unter 2 Prozent“ verbleibt. Wesentlich wichtiger als die jeweils laufende Entscheidung sind die Erwartungen der Bürger über die zukünftigen (im Prinzip ad infinitum) Entscheidungen. Aus diesem Grund ist Geldpolitik auf Vertrauen angewiesen, und deshalb musste die Zentralbank von vornherein Klarheit über ihre Selbstverpflichtung zur Wahrung der Preisstabilität schaffen. Die Veröffentlichung und die umfassende Erläuterung ihrer Strategie haben dazu beigetragen, dass die entscheidenden Akteure der EZB ein relativ großes Vertrauen entgegenbrachten und -bringen. Dadurch blieben die Inflationserwartungen – der quantitative Ausdruck für das Vertrauen in die Zentralbank – erstaunlich niedrig. Das spricht für das hohe Vertrauen der Marktteilnehmer in die Arbeit der EZB.

## 4

### **Gemeinsame Währung und nationale Verantwortung für die Wirtschaftspolitik**

Der Euro erschien vor mehr als zehn Jahren aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht auch deshalb als gewagtes Experiment, weil zwar einerseits die Geldpolitik einer zentralen Institution – der EZB – überantwortet wurde, die Wirtschafts-, Beschäftigungs-, Finanz- und Sozialpolitik aber im Wesentlichen in der Zuständigkeit der Mitgliedstaaten verblieb. Insbesondere in Deutschland waren Wirtschaftswissenschaftler der Ansicht, dass eine Währungsunion ohne eine politische

Union nicht funktionieren könne. Freilich wurde nie so recht klar, wie eine politische Union eigentlich aussehen soll. Wenn mit einer politischen Union eine Art europäischer Bundesstaat gemeint sein sollte, wird ihre Realisierung sicherlich noch viele Jahre dauern.

Für die Beurteilung der Frage, ob die Europäische Union aus theoretischer Sicht damals reif für eine gemeinsame Währung war, spielte die Theorie des optimalen Währungsraums eine wichtige Rolle (Blank et al., 1998, 159 ff.; Wyplosz, 2006, 215). Nach dieser Theorie sollten nur solche Länder eine Währungsunion bilden, bei denen es wenig wahrscheinlich ist, dass sie von asymmetrischen Schocks getroffen werden oder bei denen diese Schocks nicht destabilisierend wirken. Denn eine länderspezifische Reaktion durch die Veränderung des Wechselkurses ist nicht mehr möglich. Wichtige Voraussetzungen sind nach dieser Theorie ein hohes Maß an Faktormobilität, ein hoher Offenheitsgrad und eine große Produktdifferenzierung. Auch ein weitgehend synchroner Konjunkturverlauf wirkt asymmetrischen Schocks entgegen.

Die EZB kann keine länderspezifische Geldpolitik betreiben, sondern muss ihre Geldpolitik an der Währungsunion insgesamt ausrichten. Der Maastrichter Vertrag über die EU hat versucht, dieses Problem („One size fits all“) mithilfe der sogenannten Konvergenzkriterien zu lösen (Übersicht 1.1). Danach sollten nur jene EU-Staaten den Euro einführen dürfen, die durch die Einhaltung bestimmter Kriterien nachgewiesen haben, dass sie einen „hohen Grad an dauerhafter Konvergenz“ (Artikel 121 EG-Vertrag) erreicht haben. Die Konvergenzkriterien sind Auswahlkriterien mit dem Ziel, dass an der Währungsunion nur solche Länder teilnehmen, die sicherstellen, dass die Währungsunion funktioniert (SVR, 1992, Tz. 424). Die Kriterien sollten die Funktionstüchtigkeit des neuen Geldwesens sichern, indem sie der EZB Glaubwürdigkeit verliehen und die EWU als Stabilitätsgemeinschaft etablierten (SVR, 1995, Tz. 433). Demzufolge sollten die Konvergenzkriterien in erster Linie die Aufgabe der Geldpolitik erleichtern.

Dagegen werden Anforderungen, die sich aus der Theorie des optimalen Währungsraums an die Teilnehmerländer ergeben, mit den nominalen Konvergenzkriterien kaum erfasst. Allerdings ermöglicht der Blick auf die Entwicklung von Inflation und Zinsen in den Ländern auch einen gewissen Rückschluss auf konjunkturelle Unterschiede. Für die realwirtschaftliche Konvergenz, also die Ähnlichkeit der teilnehmenden Volkswirtschaften bezüglich Entwicklungsstand, Produktivität und Gleichmäßigkeit anderer gesamtwirtschaftlicher Größen wie der Arbeitslosigkeit (SVR, 1995, Tz. 443), liefern die sonstigen Konvergenzkriterien gewisse Anhaltspunkte. Diese haben jedoch als Eintrittskriterien nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Das weitgehende Fehlen realwirtschaftlicher Kon-

## Die Konvergenzkriterien

Übersicht 1.1

Hoher Grad an Preisstabilität	Durchschnittliche Inflationsrate von nicht mehr als 1,5 Prozentpunkten über der Inflationsrate der drei preisstabilsten Länder.
Auf Dauer tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand	Öffentliches Defizit nicht höher als 3 Prozent des BIP; öffentlicher Schuldenstand nicht höher als 60 Prozent des BIP.
Stabiler Außenwert der Währung	Mindestens zwei Jahre vor der Prüfung die normalen Bandbreiten im Europäischen Währungssystem einhalten und insbesondere den Wechselkurs gegenüber den Währungen der anderen Mitgliedstaaten nicht abwerten.
Konvergenz der langfristigen Zinssätze	Die durchschnittlichen langfristigen Nominalzinsen dürfen nicht mehr als 2 Prozentpunkte über den Zinsen in den drei preisstabilsten Ländern liegen.
Weitere Kriterien	Entwicklung der Währungseinheit ECU, Ergebnisse bei der Integration der Märkte, Stand und Entwicklung der Leistungsbilanzen, Entwicklung bei den Lohnstückkosten und Berücksichtigung anderer Preisindizes.

Quellen: Artikel 121 EG-Vertrag; Protokoll über die Konvergenzkriterien nach Artikel 121 des EG-Vertrags und Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit

vergenzkriterien ist als Erbsünde der Währungsunion kritisiert worden (Wyplosz, 2006, 216). Dieser Umstand hat dem Funktionieren der Währungsunion (bislang) allerdings nicht geschadet.

Obwohl die Verantwortung für die Wirtschaftspolitik in der Zuständigkeit der Mitgliedstaaten der Währungsunion verblieben ist, bedeutet dies nicht, dass hier ein unkoordiniertes Nebeneinander existiert. Zum einen ist die wirtschaftspolitische Koordinierung gemäß Artikel 99 EG-Vertrag zu erwähnen, zum anderen ist auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu verweisen.

Artikel 99 des EG-Vertrags gibt den Mitgliedstaaten auf, ihre Wirtschaftspolitik als Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu betrachten und diese im Rat zu koordinieren. Zu diesem Zweck erstellt der Rat der EU auf Empfehlung der EU-Kommission einen Entwurf für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft. Sie werden vom Europäischen Rat erörtert. Dessen Schlussfolgerung wird vom Rat der EU seinerseits als Grundlage für eine Empfehlung genutzt, in der die Grundzüge dargelegt werden. Der Rat überwacht anhand von Berichten der EU-Kommission die wirtschaftliche Entwicklung in den Mitgliedstaaten und in der Gemeinschaft und prüft, ob die Wirtschaftspolitik mit den Grundzügen vereinbar ist. Seit dem Jahr 2005 werden die Grundzüge der Wirtschaftspolitik mit den Leitlinien für die Beschäftigungspolitik zu den sogenannten Integrierten Leitlinien zusammengefasst, die für einen Zeitraum von drei Jahren konzipiert sind (Deutsche Bundesbank, 2008a, 35). Es handelt sich hierbei um eine weiche Form der Koordinierung, die auf Gruppen-

zwang (Peer Pressure) setzt. Einzige Sanktionsmöglichkeit sind Empfehlungen des Rates an einen Mitgliedstaat, wenn dessen Wirtschaftspolitik nicht mit den Grundzügen vereinbar ist oder das ordnungsgemäße Funktionieren der EWU zu gefährden droht. Diese Empfehlungen können – quasi um die Sanktion zu verschärfen – veröffentlicht werden.

Kritiker, denen diese Form der wirtschaftlichen Koordinierung nicht ausreicht, rufen nach einer oftmals so bezeichneten Wirtschaftsregierung für die Eurozone. Dahinter stecken jedoch in der Regel Versuche, ein Gegengewicht zur EZB aufzubauen und dadurch deren Position zu schwächen (Busch, 2008, 28).

Eine weniger weiche Form der Koordinierung ist der 1997 vereinbarte Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP). Dieser kann in letzter Konsequenz dazu führen, dass ein permanenter Defizitsünder eine Geldbuße leisten muss. Das Ziel des Paktes ist es, die dauerhafte Erfüllung der fiskalischen Kriterien sicherzustellen und für solide öffentliche Finanzen zu sorgen. Das ist wichtig, weil insbesondere durch hohe Haushaltsdefizite die Aufgabe der Geldpolitik, für einen stabilen Geldwert zu sorgen, gefährdet wird. Zwar sind die einschlägigen Bestimmungen bereits in Artikel 104 EG-Vertrag enthalten. Allerdings besteht das dort beschriebene Verfahren für die Überwachung der Haushaltslage aus einem komplizierten, siebenstufigen Vorgehen ohne konkrete zeitliche Vorgaben (Tietmeyer, 2005, 233).

Diese Mängel sollten mit dem 1997 beschlossenen Stabilitäts- und Wachstumspakt geheilt werden. Zum einen wurden die Regelungen des EG-Vertrags um die Vorschrift ergänzt, durch mittelfristig ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushalte einen Sicherheitsabstand zum 3-Prozent-Defizitkriterium einzuhalten (Deutsche Bundesbank, 2008a, 37). Zum anderen wurden ein Frühwarnsystem eingeführt, um Zielüberschreitungen zu vermeiden, und die Voraussetzungen für die Eröffnung eines Verfahrens bei einem öffentlichen Defizit klar geregelt. Die Bilanz des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ist als gemischt zu bezeichnen. Im November 2003 hat der Ecofin-Rat das Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich aufgrund von politischem Druck aus den beiden Ländern ausgesetzt (Issing, 2008a, 171). Die EU-Kommission klagte daraufhin vor dem Europäischen Gerichtshof, der das Vorgehen des Rates für unzulässig erklärte. Im Juli 2005 einigten sich die Mitgliedstaaten auf umfangreiche Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, die sowohl positive als auch negative Elemente enthalten (Deutsche Bundesbank, 2008a, 37 f.). Gleichwohl ist nicht zu verkennen, dass die Bedeutung einer soliden Finanzpolitik heute stärker als früher anerkannt wird. Das Stabilitätsbewusstsein in den Mitgliedstaaten der EWU hat zugenommen.

# 5

## Die Historie der gemeinsamen Währung

Als Meilenstein auf dem Weg zur gemeinsamen Währung kann die Schaffung des Europäischen Währungssystems (EWS) im Jahre 1979 angesehen werden – auch wenn die Idee einer engen währungspolitischen Zusammenarbeit in der Europäischen Union älter ist (Übersicht 1.2). Das EWS war ein Abkommen zwischen den Zentralbanken. Auf eine Änderung der Römischen Verträge wurde verzichtet (Krägenau/Wetter, 1993, 15).<sup>5</sup> Das Motiv für das EWS war ein allgemeines Unbehagen über flexible Wechselkurse. Das EWS, an dem sich alle EU-Mitgliedstaaten außer dem Vereinigten Königreich beteiligten, bestand aus einem System bilateraler Leitkurse mit einer normalen Schwankungsbreite von plus/minus 2,25 Prozent. Außerdem wurde eine neue Währungseinheit (ECU – European Currency Unit), geschaffen, die als Bezugsgröße für den Wechselkursmechanismus diente.

Einen neuen, wenn auch eher indirekten Schub bekam die Idee einer gemeinsamen europäischen Währung mit dem 1985 vorgelegten Weißbuch zur Vollenendung des Europäischen Binnenmarktes und den damit verbundenen Aktivitäten zur Schaffung eines Raumes ohne Binnengrenzen für den freien Verkehr von Personen, Waren, Dienstleistungen und Kapital. Die Wahrungunion wurde als Ergänzung und Verstärkung des Binnenmarktes für notwendig erachtet (EG-Kommission, 1990, 9). Andernfalls könnten Währungsschwankungen und -turbulenzen die Realisierung der vier Freiheiten behindern.

Mit der Einheitlichen Europäischen Akte wurde 1986 das Ziel der Binnenmarktvollendung in den EWG-Vertrag aufgenommen – und auch der Begriff der Wirtschafts- und Wahrungunion vertraglich verankert. Zwei Jahre später, im Juni 1988, setzte der Europäische Rat von Hannover einen Ausschuss unter dem Vorsitz des damaligen Kommissionspräsidenten Jacques Delors ein, der einen Drei-Stufen-Plan für die Wirtschafts- und Wahrungunion erarbeitete. Daran anschließend wurde eine Regierungskonferenz für den 13. Dezember 1990 einberufen, welche die notwendigen Vorbereitungen zur Veränderung der Römischen Verträge leisten sollte. Im November 1990 hatte ein Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der EG unter dem Vorsitz des Bundesbankprasidenten Karl-Otto Pöhl einen Entwurf für das Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank vorgelegt, das viele Elemente enthielt, die in den Maastrichter Vertrag über die Europäische Union aufgenommen wurden.

---

<sup>5</sup> Die Darstellung in diesem Abschnitt stützt sich im Wesentlichen auf Krägenau/Wetter (1993, 15 ff.).

# Zur Geschichte der währungspolitischen Integration in der EU

Übersicht 1.2

1957	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG-Vertrag), Artikel 105: Schaffung eines beratenden Währungsausschusses
1964	Gründung des Ausschusses der Notenbankpräsidenten (Gouverneursausschuss)
Dezember 1969	Konferenz der Staats- und Regierungschefs in Den Haag: Auftrag für einen Stufenplan für die Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)
Oktober 1970	Bericht an Rat und EU-Kommission über die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Gemeinschaft bis Anfang der achtziger Jahre (Werner-Plan)
April 1972	Europäischer Wechselkursverbund (Währungsschlange): Begrenzung der Bandbreiten der Gemeinschaftswährungen auf plus/minus 2,25 Prozent
1979	Europäisches Währungssystem (EWS)
1985	Weißbuch zur Vollendung des Europäischen Binnenmarktes
1986	Einheitliche Europäische Akte: Aufnahme des Begriffs der WWU in den Text des EWG-Vertrags
Juni 1988	Europäischer Rat von Hannover: Einsetzung eines Ausschusses, der konkrete Etappen für die WWU prüfen und vorschlagen soll (Delors-Ausschuss)
April 1989	Delors-Bericht: Errichtung der WWU in drei Stufen
1. Juli 1990	Beginn der ersten Stufe der WWU, vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der EU
November 1990	Entwurf des Statuts des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank durch den Ausschuss der Präsidenten der Zentralbanken
Dezember 1990	Einberufung einer Regierungskonferenz zur Währungsunion und einer Regierungskonferenz zur Politischen Union
Dezember 1991	Abschluss der Regierungskonferenzen mit dem Vertrag von Maastricht: Schaffung einer gemeinsamen Währung spätestens am 1. Januar 1999
1. Januar 1994	Beginn der zweiten Stufe der Währungsunion, Gründung des Europäischen Währungsinstituts als Vorläufer der EZB
Dezember 1995	Europäischer Rat von Madrid legt „Euro“ als Name für die gemeinsame Währung fest
Juni 1997	Stabilitäts- und Wachstumspakt
1. Januar 1999	Einführung des Euro als Buchgeld in zunächst elf Mitgliedstaaten der EU
1. Januar 2002	Einführung des Euro als Bargeld in den teilnehmenden Mitgliedstaaten

Quellen: Krägenau/Wetter, 1993; Tietmeyer, 2005

Mit der Unterzeichnung dieses Vertrags im Dezember 1991 wurde die Arbeit der Regierungskonferenz beendet und die stufenweise Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion bis spätestens zum 1. Januar 1999 vereinbart. Bei

Wirtschaftswissenschaftlern in Deutschland stieß dieser Vertrag teilweise auf erhebliche Ablehnung. So sprachen sich 1992 in einem Manifest 60 Ökonomen gegen den Maastricht-Vertrag aus.<sup>6</sup> Vertragsgemäß begann am 1. Januar 1994 die zweite Stufe der Währungsunion mit der Errichtung des Europäischen Währungsinstituts (EWI), und am 1. Januar 1999 führten elf EU-Mitgliedstaaten den Euro als gemeinsame Währung ein: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien. Dänemark und das Vereinigte Königreich machten von ihrem vertraglich vereinbarten Opt-Out Gebrauch, während Schweden formal die Teilnahmekriterien nicht erfüllte, weil das Land nicht dem EWS angehörte. Griechenland trat zum 1. Januar 2001 bei. Zum Jahresbeginn 2007 kamen Malta und Zypern und 2008 Slowenien hinzu. Die Aufnahme der Slowakei zum 1. Januar 2009 ist beschlossen.

Im Gegensatz zu den EU-Mitgliedstaaten Dänemark und Vereinigtes Königreich haben sich alle 2004 und 2007 beigetretenen Länder zur Einführung des Euro verpflichtet, sobald sie die Beitrittskriterien erfüllen. Allerdings gehören derzeit Polen, Ungarn und Tschechien nicht dem Wechselkursmechanismus II (WKM II) an, der den Wechselkursmechanismus des EWS abgelöst hat. Da aber eine mindestens zweijährige Teilnahme am WKM II eine Voraussetzung für den Beitritt zur Eurozone ist, wird es sicherlich noch einige Jahre dauern, bis auch die größeren der neuen EU-Mitglieder der EWU beitreten können.

---

<sup>6</sup> Vgl. dazu und zu anderen, auch positiven Stellungnahmen: Hrbek (1992, 225 ff.).

## Literatur

**Becker**, Werner, 2008, Der Euro wird zehn, Deutsche Bank Research (Hrsg.), EU-Monitor Nr. 57, URL: [http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000226658.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000226658.pdf) [Stand: 2008-09-10]

**Beuerlein**, Irmtraud, 2007, Fünf Jahre nach der Euro-Bargeldeinführung – War der Euro wirklich ein Teuro?, in: Wirtschaft und Statistik, Nr. 2, S. 208–211

**Blank**, Jürgen E. / **Clausen**, Hartmut / **Wacker**, Holger, 1998, Internationale ökonomische Integration, München

**Bundesverband Deutscher Banken**, 2008, Zehn Jahre Europäische Zentralbank: Der Turm in der Brandung, in: Interesse, Nr. 5, URL: [http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/052008/IE%2005\\_2008.pdf](http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/052008/IE%2005_2008.pdf) [Stand: 2008-09-10]

**Busch**, Berthold, 2008, Zur Wirtschaftsverfassung der Europäischen Union: Grundlagen, Entwicklung und Perspektiven, IW-Positionen, Nr. 31, Köln

**DekaBank**, 2008, Der Deka-EZB-Kompass – Methodologische Darstellung des monatlich bei der Börsen-Zeitung veröffentlichten Scoring-Modells, Frankfurt am Main

**Deutsche Bundesbank**, 2005, Monatsbericht Januar, 57. Jg., Nr. 1, Frankfurt am Main

**Deutsche Bundesbank**, 2008a, Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, Frankfurt am Main, URL: <http://www.bundesbank.de/download/presse/publikationen/ewwu.pdf> [Stand: 2008-09-10]

**Deutsche Bundesbank**, 2008b, Monatsbericht April, 60. Jg., Nr. 4, Frankfurt am Main

**EG-Kommission** – Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, 1990, Ein Markt, eine Währung, Europäische Wirtschaft, Nr. 44, Luxemburg

**EZB** – Europäische Zentralbank, 2005, Monatsbericht Oktober, Frankfurt am Main

**EZB**, 2006a, Monatsbericht August, Frankfurt am Main

**EZB**, 2006b, Monatsbericht November, Frankfurt am Main

**Greenspan**, Alan, 2007, Mein Leben für die Wirtschaft, Frankfurt/New York

**Greitemeyer**, Tobias / **Traut-Mattausch**, Eva / **Frey**, Dieter, 2008, Psychologische Konsequenzen der Euro-Einführung, Roman Herzog Institut (Hrsg.), Information Nr. 7, München, URL: [http://www.romanherzoginstitut.de/CMM/Publikationen/files/Download\\_115.pdf](http://www.romanherzoginstitut.de/CMM/Publikationen/files/Download_115.pdf) [Stand: 2008-09-10]

**Hrbek**, Rudolf, 1992, Kontroversen und Manifeste zum Vertrag von Maastricht, in: Integration, 15. Jg., Nr. 4, S. 225–240

**Issing**, Otmar, 2008a, Der Euro, München

**Issing**, Otmar, 2008b, Ten years of the ECB – achievements and challenges, in: Goldman Sachs European Economics Group (Hrsg.), The euro at ten: performance and challenges for the next decade, S. 17–23, URL: <http://www2.goldmansachs.com/ideas/economic-outlook/euros-tenth-anniversary.html> [Stand: 2008-09-10]

**Krägenau**, Henry / **Wetter**, Wolfgang, 1993, Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Vom Werner-Plan zum Vertrag von Maastricht, Baden-Baden

**OECD** – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2008, Oil and other primary commodity markets, Economic Outlook, Annex-Table 19, <http://www.oecd.org/dataoecd/5/47/2483871.xls> [Stand: 2008-10-07]

**Statistisches Bundesamt**, 2006, Im Blickpunkt: Preise in Deutschland, Wiesbaden, URL: <https://www-ec.destatis.de/csp/shop/sfg/bpm.html.cms.cBroker.cls?cmspath=struktur,vollanzeige.csp&ID=1018472> [Stand: 2008-09-10]

**SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 1992, Für Wachstumsorientierung – Gegen lähmenden Verteilungsstreit, Jahresgutachten 1992/1993, URL: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/1203774.pdf> [Stand: 2008-09-10]

**SVR**, 1995, Im Standortwettbewerb, Jahresgutachten 1995/1996, Stuttgart, URL: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/1303016.pdf> [Stand: 2008-09-10]

**Tietmeyer**, Hans, 2005, Herausforderung Euro, München/Wien

**Wyplosz**, Charles, 2006, European monetary union: The dark sides of a major success, in: Economic Policy, No. 46, S. 207–261

## Kapitel 2

Christof Römer

# Makroökonomische Bestandsaufnahme

### Inhalt

1	Einleitung	26
2	Das weltwirtschaftliche Gewicht der Eurozone	26
3	Der Wechselkurs des Euro	27
4	Inflation und Zinsen	30
5	Wirtschaftswachstum	34
6	Beschäftigung und Arbeitslosigkeit	39
7	Die Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer	40
	Literatur	42

# 1

## Einleitung

Die Einführung der gemeinsamen europäischen Währung war mit großen Erwartungen, aber auch mit Bedenken verbunden. Letztere gab es in Deutschland vor allem aus Unsicherheit darüber, ob die künftige Geldpolitik der Europäischen Zentralbank an die der Deutschen Bundesbank heranreichen würde. Die Bundesbank hatte sich über die vergangenen Jahrzehnte eine hohe Reputation dabei erworben, das vorrangige Ziel der Preisstabilität zu verwirklichen. Für viele Beobachter war sie daher auch einer der wesentlichen Grundpfeiler für Wachstum und Wohlstand in Deutschland. Auf der anderen Seite gab es Hoffnungen, die sich an die Ziele der gemeinsamen Währung knüpften. Neben dem rein politischen Motiv eines weiteren konsequenten Schritts zur Integration standen bei den Diskussionen auch ökonomische Erwartungen im Vordergrund. Die Einhaltung der Konvergenzkriterien sollte Preisstabilität, niedrige Zinsen und Budgetdisziplin in den Mitgliedstaaten erzeugen. Dies sollte für ein nachhaltig stabiles monetäres Umfeld sowie für Wachstum und Beschäftigung sorgen. Zudem sollte die gemeinsame Währung Währungsrisiken eliminieren und damit für Unternehmen zusatztliche Transparenz und Planungssicherheit auf internationalem Niveau schaffen. Weitere positive Erwartungen richteten sich beispielsweise auf eine Stärkung des Wettbewerbs und die Schaffung eines großen Finanzmarktes. Die Einfuhung des Euro war damit eine Konsequenz aus der Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes. Eine Fülle institutioneller Beschlüsse und Ereignisse vervollständigte in den letzten zehn Jahren das System der Einheitswährung (EZB, 2008, 16 f.).

In diesem Kapitel wird ein Blick auf die makroökonomische Entwicklung der Euroländer geworfen. Ein Blick auf die Datenlage zeigt, dass die Einfuhung der gemeinsamen Währung bisher nicht in ein Katastrophenszenario geführt hat. Im Gegenteil: In vielen Bereichen hat das gemeinsame Währungsgebiet an Reputation gewonnen.

# 2

## Das weltwirtschaftliche Gewicht der Eurozone

Die aggregierte Wirtschaftskraft der Euroländer gehört zu den größten der Welt. Das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) betrug im Jahr 2007 gut 12 Billionen US-Dollar und erreichte damit fast 90 Prozent des US-amerikanischen

Wertes (Tabelle 2.1). Demgegenüber fallen die großen asiatischen Länder Japan und China weit zurück. Beide zusammen erreichten im Jahr 2007 rund 63 Prozent des BIP-Wertes der Eurozone. Gut 22 Prozent der Weltwirtschaftsleistung entfielen auf die Länder der EWU-

## Wirtschaftsindikatoren 2007 im internationalen Vergleich

Tabelle 2.1

	EWU-12 <sup>1</sup>	USA	Japan	China
Nominales BIP (in Milliarden US-Dollar)	12.200	13.800	4.400	3.300
Anteil am Welt-BIP (in Prozent)	22,4	25,5	8,1	6,0
BIP pro Kopf <sup>2</sup> (in US-Dollar)	33.000	45.800	33.600	5.300
Leistungsbilanzsaldo (in Prozent des BIP)	-0,2	-5,3	4,9	11,1

<sup>1</sup> Eurozone ohne Slowenien (Beitrittsdatum 1. Januar 2007) sowie Zypern und Malta (1. Januar 2008); <sup>2</sup> In Kaufkraftparitäten.  
Quellen: IWF, 2008; eigene Berechnungen

12 (Definition siehe Tabelle 2.1), über 25 Prozent auf die USA. Deutliche Unterschiede zeigen sich dagegen bei der Betrachtung des BIP pro Kopf, gemessen in Kaufkraftparitäten. Die Euroländer erzielten im Jahr 2007 einen Pro-Kopf-Wert von rund 33.000 US-Dollar. Sie lagen damit ungefähr gleichauf mit den Japanern, erreichten gegenüber den USA allerdings nur gut 70 Prozent des US-Niveaus.

Tabelle 2.1 zeigt darüber hinaus die Leistungsbilanzsalden der erwähnten Länder und Regionen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Aus den Zahlen geht hervor, dass weltweit Ungleichgewichte der Leistungsbilanzsalden bestehen. Während die USA ein hohes außenwirtschaftliches Defizit verzeichnen, weisen Japan und China jeweils hohe Überschüsse auf. Die Problematik des hohen US-Defizits und dessen Finanzierung durch die asiatischen Länder wurde in wissenschaftlichen Kreisen in den vergangenen Jahren ausgiebig diskutiert (Grömling, 2005). An dieser Stelle soll nicht näher darauf eingegangen werden. Die Länder der Eurozone wirken weltwirtschaftlich weder als Schuldner noch als Gläubiger – zumindest nicht bei der Betrachtung der zwölf Euroländer als Aggregat.

# 3

## Der Wechselkurs des Euro

Aufgrund des hohen weltwirtschaftlichen Gewichts der Eurozone (Tabelle 2.1) war die Einführung einer einheitlichen Währung mit Spannung erwartet und diskutiert worden. Dies äußerte sich in Deutschland in der teils heftigen und kontroversen Debatte über die neue Währung – den Euro. Nach den guten

Erfahrungen mit der D-Mark, deren Preisstabilität die Deutsche Bundesbank weitgehend gewahrt hatte, wurde hierzulande an der Stabilität der zukünftigen Währung gezweifelt.

Dabei darf nicht übersehen werden, dass die Einführung des Euro und der Wegfall der Wechselkursrisiken die Konjunkturrisiken erheblich reduziert haben sollten (Becker, 2008, 13). Schwächephasen des US-Dollar gegenüber der D-Mark waren in früheren Jahrzehnten mit Spannungen im innereuropäischen Währungsgefüge verbunden. So wertete die D-Mark nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber anderen europäischen Währungen auf. Zudem mussten viele Nachbarländer darauf mit Zinserhöhungen reagieren, was konjunkturell häufig ebenso nicht förderlich war. Europa durchlief im Rahmen des Europäischen Währungssystems (EWS) zum Beispiel in den neunziger Jahren Phasen deutlicher Wechselkursspannungen, welche ebenfalls die Konjunktur gefährdeten.

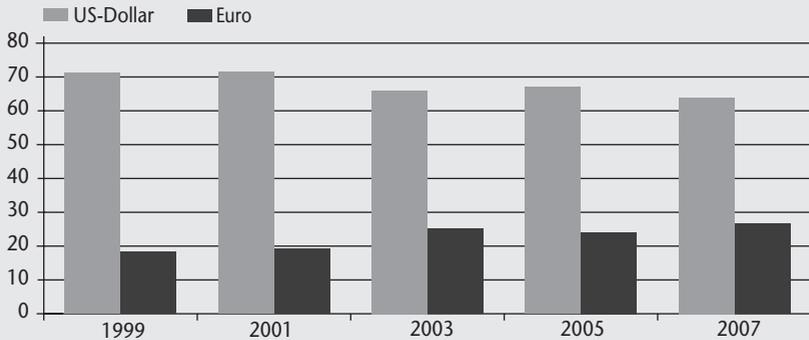
Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar war seit seiner Einführung im Jahr 1999 von größeren Schwankungen begleitet. Zunächst tendierte der Euro sehr schwach. In den folgenden Jahren stabilisierte sich die Gemeinschaftswährung auf niedrigem Niveau. Im Jahr 2002 setzte sie zu einem langanhaltenden Aufwärtstrend an, der im April 2008 ein Allzeithoch von fast 1,60 US-Dollar/Euro erreichte (vgl. Busch/Jäger, Kapitel 1, Seite 7 ff.).

Da es aus wissenschaftlicher Sicht äußerst schwierig ist, die wahren Gründe für die Entwicklung eines Wechselkurses zu finden, wird die Diskussion über die Wechselkursentwicklung des Euro selbst unter ausgewiesenen Experten mit einem Augenzwinkern geführt (Fels, 2005). In einer längerfristigen Betrachtung kristallisieren sich allerdings einige Gründe heraus, die zu der oben beschriebenen Entwicklung des Euro geführt haben könnten. So musste der Euro zunächst die ersten internationalen Glaubwürdigkeitstests bestehen – viele Beobachter standen dem Experiment kritisch gegenüber. Zudem wurde der US-Dollar gefestigt vom starken US-Wachstum, höheren kurzfristigen Zinsen und der Aussicht auf attraktivere Renditen in den USA. Der Aufwärtstrend des Euro beziehungsweise die Dollarschwäche seit dem Jahr 2002 waren abzusehen (Fels, 2002). Die Unsicherheit über die Robustheit der US-Wirtschaft nahm zu. Dies rührte aus den Folgen der Terroranschläge, aus dem Beginn des Irak-Konflikts und auch aus der zunehmenden Skepsis gegenüber dem US-Leistungsbilanzdefizit. Im Gegenzug sprachen die verbesserten Wachstumsaussichten der Eurozone und die zunehmende Bedeutung des Euro als Reservewährung für die europäische Gemeinschaftswährung. Auch die geänderte Zinsstruktur zwischen beiden Regionen trug zur Attraktivität des Euro bei. Studien zeigen, dass seine Aufwertung keine großen konjunkturellen

## Anteile an den weltweiten Devisenreserven

Abbildung 2.1

in Prozent



1999: 1. Quartal  
Quelle: Becker, 2008, 20

Bremsewirkungen hinterlassen hat. Der Sog des weltwirtschaftlich äußerst starken Wachstums und die damit verbundene Exportnachfrage wogen stärker (EU-Kommission, 2007).

Die internationalen Anleger haben ihre Skepsis gegenüber der europäischen Einheitswährung inzwischen verloren. Dafür spricht, dass der Euro international an Bedeutung gewonnen hat, während der japanische Yen eher Terrain verloren hat. Damit ist aus einem früheren Drei-Säulen-Weltwährungssystem, das aus US-Dollar, Yen und D-Mark bestand, tendenziell ein Zwei-Säulen-System geworden, das von US-Dollar und Euro dominiert wird. Die Bedeutung des Euro als Handels-, Reserve- und Ankerwährung ist mittlerweile hoch (Becker, 2007; 2008, 20):

- Der Euro wird immer mehr zu einer weltweiten Reservewährung. Der Euro-Anteil an den weltweiten Devisenreserven der Notenbanken stieg von 18,2 Prozent Anfang des Jahres 1999 auf 26,5 Prozent im Jahr 2007. Dagegen nahm der Anteil des US-Dollar von 71,2 auf knapp 64 Prozent ab (Abbildung 2.1).
- Im Bargeldverkehr hat der Euro ebenfalls eine Erfolgsgeschichte geschrieben. Der globale Bargeldumlauf belief sich Ende 2007 auf fast 700 Milliarden Euro, während rund 530 Milliarden US-Dollar zirkulierten. Damit hat der Euro den US-Dollar überholt. Allerdings werden nur schätzungsweise 10 bis 20 Prozent der Euro-Noten exterritorial verwendet, dagegen 50 bis 70 Prozent der US-Dollar-Noten.
- Der Außenhandel der Eurozone mit Drittländern wurde in den letzten Jahren im Durchschnitt zu 60 Prozent in Euro fakturiert. Die deutschen Exporte in

Regionen außerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU) werden demgegenüber sogar zu 80 Prozent in Euro abgerechnet.

Darüber hinaus sind auch die potenziellen positiven Effekte des Euro auf Handel und Wachstum zu nennen, die nicht in einer rein monetären Betrachtung zum Ausdruck kommen (EU-Kommission, 2008, 34 f.). Erstens werden durch die gemeinsame Währung die wechselkursbedingten Transaktionskosten eliminiert. Zweitens wird durch die gemeinsame Währung Preistransparenz erzeugt. Aus beiden Effekten können positive Wettbewerbs- und Handelseffekte erwartet werden. Drittens werden Währungsschwankungen zwischen den Ländern der Eurozone ausgeschlossen. Zwar könnten sich Unternehmen durch Währungsgeschäfte dagegen absichern. Doch das ist kostspielig und erschwert es vor allem kleinen Unternehmen, international aktiv zu werden. Empirische Studien zeigen, dass sich das Handelsvolumen seit Ende der neunziger Jahre innerhalb der Länder der Eurozone deutlich stärker entwickelt hat als zwischen der Eurozone und den übrigen EU-Ländern. Dieses Ergebnis findet sich in den meisten Studien und wird in positiver Hinsicht dem Euro gutgeschrieben (EU-Kommission, 2008; Flam/Nordstrom, 2003; Yi, 2003). Aktuellen Schätzungen zufolge hat sich das Handelsvolumen innerhalb der Eurozone aufgrund der Einführung des Euro dagegen nur unwesentlich erhöht (Baldwin et al., 2008).

Der Euro hat damit über die letzten Jahre deutlich an Bedeutung gewonnen. Die anfängliche, teils international verbreitete Skepsis gegenüber der Einheitswährung ist gewichen. Aus heutiger Sicht hat der Euro eher für eine Erfolgsgeschichte als für Negativschlagzeilen gesorgt. Dies ist natürlich auch Ausdruck der gelungenen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die über die vergangenen zehn Jahre für einen stabilen Geldwert gesorgt und damit das Vertrauen der internationalen Marktteilnehmer gewonnen hat.

## 4

### Inflation und Zinsen

Die große Spannung, mit der der Euro im Vorfeld erwartet wurde, bezog sich auch auf das Ziel der Preisstabilität, das die Europäische Zentralbank (EZB) zu verfolgen hat. Die Preisstabilität ist nach EZB-Definition gegeben, wenn die Inflationsrate mittelfristig knapp unterhalb 2 Prozent liegt (EU-Kommission, 2008, 28). Der Maßstab für die Messung des Preisniveaus ist der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI). Die Erwartungen an die Geldpolitik der EZB

sind auch vor dem Hintergrund der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zu sehen, die über Jahrzehnte für relativ niedrige Inflationsraten in Deutschland gesorgt hatte. Dank der hohen Stabilität der D-Mark erwarb sich die Bundesbank eine große internationale Reputation. Die Preisstabilität wird zu Recht als Ziel der EZB anvisiert, denn eine hohe Inflation ist mit Nachteilen verbunden. So führt eine höhere Inflationsrate ceteris paribus zunächst dazu, dass der Realzins für den Sparer niedriger und damit sein Vermögenszuwachs geschmälert wird. Mittelfristig passt sich zwar auch das Zinsniveau nach oben an. Doch das wirkt in der längeren Frist schädlich (EU-Kommission, 2008, 27):

- Unsicherheit über die Inflation führt zu einem Risikoaufschlag bei den Marktteilnehmern, der sich in höheren Langfristzinsen niederschlägt. Damit steigen die realen Kapitalkosten. Dies kann zu einer niedrigeren Investitionstätigkeit und so zu einem niedrigeren Kapitalstock führen, was bei einer gegebenen Menge an Arbeit einem geringeren Output gleichkommt. Inflation kann somit die Produktivität verringern und die Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft schmälern.
- Starke Schwankungen der Inflationsrate können zu Preisverzerrungen führen, da es für die Marktteilnehmer schwieriger wird, relative und absolute Preisänderungen auseinanderzuhalten. Daraus folgen falsche Allokations- und Produktionsentscheidungen.

Abbildung 2.2 zeigt die Entwicklung der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate der Länder, die im Jahr 2008 zur Eurozone gehörten. Daraus geht hervor, dass es der EZB gelungen ist, das Ziel der Preisstabilität weitgehend zu erreichen. Im Durchschnitt der siebziger Jahre betrug die jährliche Inflationsrate mehr als 9 Prozent. In den folgenden Jahrzehnten konnte sie immer weiter reduziert werden, und zwischen den Jahren 2000 und 2007 sank sie auf jahresdurchschnittlich 2,2 Prozent – in den ersten neun Jahren der Währungsunion (1999–2007) betrug der entsprechende Wert sogar 2,1 Prozent. Den größten Fortschritt bei der Bekämpfung



der Inflation gab es in den neunziger Jahren, als die Rate um 4,7 Prozentpunkte niedriger lag als in den achtziger Jahren. Dies lässt sich im Wesentlichen auf den Umstand zurückführen, dass die Mitgliedsländer in der Vorbereitung auf die Währungsunion stark daran interessiert waren, ihre Inflationsraten zu senken, um das entsprechende Maastricht-Kriterium einzuhalten. Letzteres erwies sich daher als probates Mittel für die Angleichung der Inflationsraten auf einem niedrigeren Niveau. Zudem ist davon auszugehen, dass durch das Auftreten vieler neuer Wettbewerber auf den Weltmärkten das Preisniveau zusätzlich niedrig gehalten wurde. Die niedrigen Inflationsraten lassen sich also nicht ausschließlich dem Euro zuschreiben. Doch zumindest der Konvergenzprozess im Vorfeld der Euro-Einführung hat hier stabilisierend gewirkt.

Die Europäische Zentralbank hat mit der weitgehenden Einhaltung des Ziels der Preisniveaustabilität dazu beigetragen, dass sie als neue europäische Institution heute ein hohes Maß an Vertrauen an den Finanzmärkten und auch bei der europäischen Bevölkerung genießt. Dies muss vor dem internationalen Hintergrund betont werden. So lag der Anstieg der Verbraucherpreise in den USA seit dem Jahr 1999 bei jahresdurchschnittlich 2,7 Prozent. Der EZB kam zugute, dass sie auch außenwirtschaftliche Einflüsse im Rahmen ihrer Geldpolitik gut abfedern

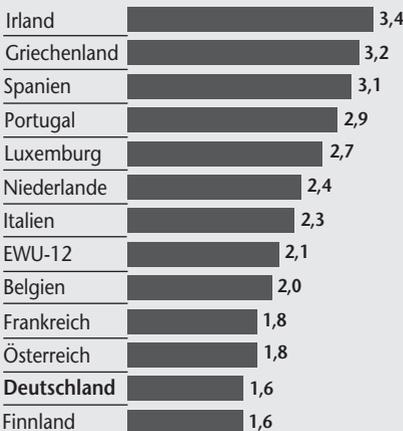
konnte. So hat sich der Ölpreis zwischen den Jahren 1999 und 2008 mehr als verdreifacht und damit für einen starken Preisschub gesorgt. Während die Abwertung des Euro in den ersten Jahren bis 2002 diese Entwicklung noch anheizte, konnten die internationalen Preisschübe durch die Aufwertungstendenz der europäischen Währung gegenüber dem US-Dollar in den Folgejahren etwas abgefedert werden.

Nach den ersten zehn Jahren der Europäischen Währungsunion kann eine positive Bilanz gezogen werden, was die geldpolitische Zusammenarbeit und das Ziel der Preisniveaustabilität angeht (Deutsche Bundesbank, 2008a).

Trotzdem bestehen weiterhin erhebliche Inflationsdivergenzen zwi-

### Inflationsdivergenz in der Eurozone Abbildung 2.3

Jahresdurchschnittliche Veränderung der Verbraucherpreise, 1999 bis 2007, in Prozent



Quellen: Eurostat, Online-Datenbank (Wirtschaft und Finanzen); eigene Berechnungen

schen den einzelnen Ländern des Euroraums (Abbildung 2.3). Während seit Bestehen der EWU in Irland eine jahresdurchschnittliche Inflation von 3,4 Prozent erzielt wurde, betrug sie in Finnland, dem preisstabilsten Land, lediglich 1,6 Prozent. Die Ursachen für diese Divergenz sind Gegenstand einer breiten und länger andauernden Diskussion (Remserger, 2004; EZB, 2005). Die Anstiege der Öl- und Nahrungsmittelpreise stellen vor allem in jüngerer Zeit einen wesentlichen Grund für die Inflationsdivergenz dar (Issing, 2008). Nationale Unterschiede durch indirekte Steuern oder administrative Preise werden allerdings nicht als Faktoren für die Unterschiedlichkeit angeführt (EZB, 2005). In einer mittelfristigen Betrachtung hat die moderate Lohnpolitik einen wesentlichen Einfluss auf die im europäischen Vergleich niedrige Inflationsrate in Deutschland gehabt. Diese Lohnzurückhaltung ist insofern positiv zu werten (vgl. Lesch, Kapitel 5, Seite 85 ff.).

Die Konvergenz der Geld- und Finanzpolitik der Länder im Vorfeld der EWU sowie die weitgehende Verwirklichung des Ziels der Preisstabilität haben maßgeblich dafür gesorgt, dass sich die Inflationserwartungen und das Zinsniveau auf einem niedrigeren Niveau verankern konnten. Während die Zinsen am Geldmarkt schon seit 1999 in den Ländern der Währungsunion gleich sind, haben sich die Nominalzinsen und auch die Realzinsen im Laufe der Zeit auf einem niedrigen Niveau stabilisiert (vgl. Matthes, Kapitel 3, Seite 45 ff.).

Gerade für ehemalige Hochzinsländer wie Spanien und Italien haben sich hieraus potenzielle Vorteile ergeben. Bereits im Vorfeld der EWU peilten sie aufgrund der Konvergenzbestrebungen ein niedrigeres Zinsniveau an. Prinzipiell schaffen niedrige Zinsen günstige Investitionsbedingungen für Unternehmen und Verbraucher. Allerdings sind mit der Entwicklung hin zu niedrigen Zinsen auch Nachteile verbunden, die ebenfalls diskutiert wurden und werden (vgl. Matthes, Kapitel 7, Seite 119 ff.). Das im Zuge der Konvergenz in vielen Ländern erreichte niedrigere Zinsniveau wird beispielsweise in Spanien und Frankreich auch als Argument für das Entstehen einer Immobilienhaussse angeführt: Durch das billige Geld habe sich dort eine Preisblase gebildet.

Darüber hinaus sahen viele Kritiker für Deutschland einen Nachteil infolge der Europäischen Währungsunion. Dieser liege insbesondere darin, dass der frühere Zinsvorteil, der auch durch die Stabilitätspolitik der Deutschen Bundesbank erreicht wurde, nun durch die Zinskonvergenz geringer geworden sei. Dem muss jedoch entgegengehalten werden, dass die langfristigen Realzinsen, die für Investitionsentscheidungen relevant sind, seit dem Jahr 1999 in der Tendenz auch in Deutschland gesunken sind. Dies hat hierzulande ein prinzipiell investitionsfreundliches Klima geschaffen.

## 5

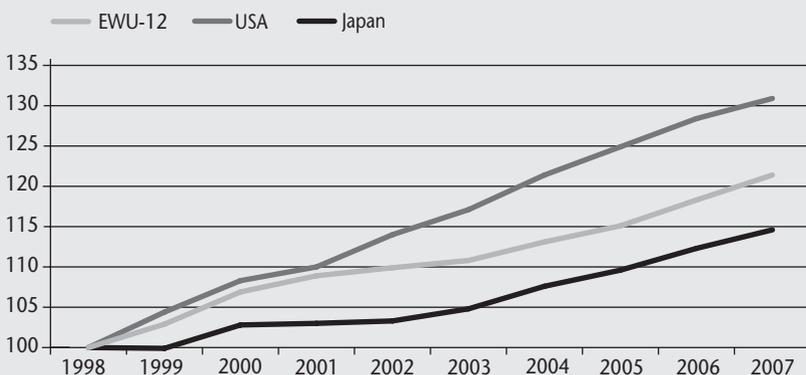
## Wirtschaftswachstum

Wie bereits angesprochen wurde, hat das niedrige Zinsniveau sicherlich zum Wachstumserfolg einiger Euroländer beigetragen. Zunächst scheint ein internationaler Wachstumsvergleich angebracht, um den Erfolg der Euroländer insgesamt beurteilen und einschätzen zu können.

### Wirtschaftswachstum in der Triade

Abbildung 2.4

Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts, Index: 1998 = 100



Quellen: Eurostat, Online-Datenbank (Wirtschaft und Finanzen); eigene Berechnungen

Auf den ersten Blick fällt das Wachstum in der Eurozone recht bescheiden aus (Abbildung 2.4). Zwischen den Jahren 1999 und 2007 ist das reale BIP der EWU-12 um mehr als 21 Prozent gewachsen. Damit konnte sich das Wachstum zwar von der Zuwachsrate Japans abheben, blieb aber deutlich hinter derjenigen der USA zurück. Untersuchungen zeigen allerdings, dass sich das US-Wachstum pro Kopf berechnet nicht stärker entwickelte als das Pro-Kopf-Wachstum in der Eurozone (Daly, 2008). Obwohl das Wirtschaftswachstum innerhalb der Eurozone in den Jahren 1999 und 2000 infolge des weltwirtschaftlichen Booms mit Wachstumsraten von 3 beziehungsweise 4 Prozent zunächst stark war, kam es im Anschluss zu einem deutlichen Abfallen der Zuwachsrate. Auch dies verlief nahezu parallel zur weltwirtschaftlichen Entwicklung, die sich nach dem Platzen der New-Economy-Blase und den Terroranschlägen im September 2001 deutlich abgekühlt hatte. Durch den weltwirtschaftlichen Boom der vergangenen fünf Jahre, der mit zeitlicher Verzögerung auch die Länder der Eurozone erfasste,

lagen die Zuwächse in den Jahren 2006 und 2007 über den Wachstumsraten in den USA. Das nährte die Hoffnung auf einen selbsttragenden Wachstumsprozess in der Eurozone und damit auf eine Abkopplung von den USA in konjunktureller Hinsicht. Diese Erwartung kühlt gerade wieder ab. Aktuell zeigt sich, dass die internationale Krise auch auf den großen europäischen Binnenmarkt überschwappt.

Die Wachstumsdivergenzen zwischen den USA und der Eurozone haben sich allerdings im Vergleich zu früheren Vergleichszeiträumen vermindert (Deutsche Bundesbank, 2008b, 18 f.). Aus bloßen Wachstumsraten dürfen allerdings keine Rückschlüsse gezogen werden – deren Unterschiede können in einfachen zyklischen Phasenverschiebungen begründet sein. So war die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone im vergangenen Jahr noch recht schwungvoll, während das Wachstum in den USA bereits durch die schwelende Krise und den damit verbundenen starken Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen um 1 Prozentpunkt gedämpft wurde. Allerdings stellt die Deutsche Bundesbank (2008b) in ihrem Bericht fest, dass sich die Produktionspotenziale der USA und der Eurozone nach Berechnungen der OECD und der EZB angenähert haben. Für die Eurozone wird es aktuell auf 2 bis 2,5 Prozent veranschlagt, womit das Ziel der 3-Prozent-Marke, das von der EU im Jahr 2000 in Lissabon formuliert wurde, noch nicht erreicht ist. Dies liegt auch am niedrigen Potenzialwachstum Deutschlands und dem hohen Gewicht des Landes innerhalb der EU (Deutsche Bundesbank, 2007a). Dennoch wird eine Annäherung der Wachstumsdivergenzen zwischen beiden Wirtschaftsblocken festgestellt. Dies ist allerdings auf eine deutliche Reduktion des Potenzialwachstums in den USA von 3,5 Prozent in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre auf 2,5 Prozent zwischen 2002 und 2007 zurückzuführen. Das Potenzialwachstum in der Eurozone wird dagegen in diesem Zeitraum mit 2 Prozent mehr oder weniger als konstant eingeschätzt. Die Angleichung resultiert also aus einer Verlangsamung in den USA und nicht aus einem höheren Wachstumspfad in der Eurozone. Zurückzuführen ist dies auf einen schwächeren Wachstumsbeitrag des Faktors Kapital in den USA.

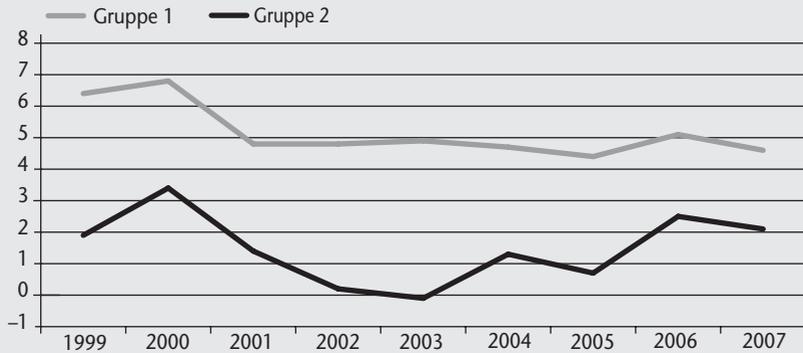
Nach dem internationalen Vergleich soll ein Blick auf die Entwicklung innerhalb des Euroraums geworfen werden. Seit dem Jahr 1999 weisen die Länder teils deutliche Unterschiede in ihrer Wachstumsperformance auf. Dies führt letztlich auch zu einer unterschiedlichen Entwicklung der Wohlstandsniveaus.

Abbildung 2.5 zeigt die jahresdurchschnittlichen Zuwachsraten des BIP für die drei wachstumsstärksten und für die drei wachstumsschwächsten Länder. Die teils krassen Wachstumsdivergenzen werden aus der Abbildung deutlich. So betrug der Wachstumsunterschied zwischen diesen beiden dargestellten Gruppen

## Wachstumsdivergenzen in der Eurozone

Abbildung 2.5

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts der drei wachstumsstärksten Länder (Gruppe 1) und der drei wachstumsschwächsten Länder (Gruppe 2), in Prozent\*



\* Wachstumsraten der Gruppen jeweils gewichtet mit dem Anteil am nominalen Bruttoinlandsprodukt; Gruppe 1: Irland, Griechenland, Luxemburg; Gruppe 2: Deutschland, Italien, Portugal. Quellen: Eurostat, Online-Datenbank (Wirtschaft und Finanzen); eigene Berechnungen

zeitweise bis zu 5 Prozentpunkte pro Jahr. Die starken Unterschiede bei der Wachstumsperformance haben mehrere Gründe. Sie sind teilweise auf strukturelle Ursachen zurückzuführen, teilweise aber womöglich auf die Einführung der gemeinsamen Währung (vgl. Matthes, Kapitel 7, Seite 119 ff.).

Deutschland gehört zusammen mit Italien und Portugal zu den wachstumsschwächsten Ländern der bisherigen Euro-Periode. Diese drei Länder sind deutlich schwächer gewachsen als noch in den neunziger Jahren. Beispiele zeigen, dass die meisten Wachstumshemmnisse durch hausgemachte strukturelle Schwächen zustande kamen. Die gemeinsame Währung dürfte kaum die Hauptrolle für die bescheidene Wachstumsperformance gespielt haben.

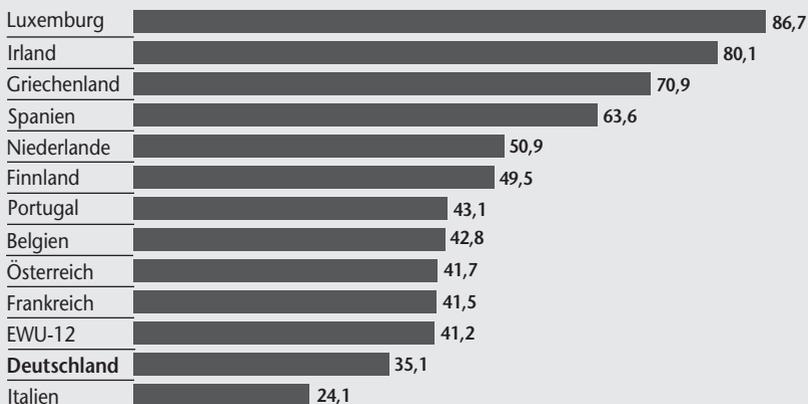
- In Italien sind vor allem strukturelle Ursachen für die Wachstumsmisere verantwortlich. Im Gegensatz zu früheren Zeiten, als Italien eine mangelnde Wettbewerbsfähigkeit immer wieder durch eine Abwertung seiner Währung wiederherstellen konnte, ist dies seit Einführung des Euro nicht mehr möglich. Die mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit stellt für das drittgrößte Land der Eurozone nun ein Problem dar. Die italienische Wirtschaft ist sehr stark durch Kleinstbetriebe gekennzeichnet. Darüber hinaus spielen nach wie vor Nahrungsmittel sowie Textilien und Bekleidung eine große Rolle – auch bei den Warenexporten. Damit orientiert sich das Produktionsprofil Italiens eher an Niedriglohnländern als an hochentwickelten Industrieländern (IW Köln, 2008). Hinzu kommt: Das seit Jahren niedrige Produktivitätswachstum in Italien wurde nicht durch eine moderate Lohnpolitik abgefedert.

- In Portugal sind als Ursache des recht schwachen Wachstums der vergangenen Jahre ebenso strukturelle Schwächen auszumachen. Nach einem starken Wachstum in den neunziger Jahren, in denen das reale BIP um jahresdurchschnittlich 3 Prozent anstieg, galt Portugal als Wachstumsmeister Europas. Seit dem Jahr 2001 stieg die reale Wirtschaftsleistung aber um lediglich 1,1 Prozent im Jahresdurchschnitt. Allzu hohe Lohnforderungen haben auch hier die internationale Wettbewerbsfähigkeit zusätzlich belastet. Das hohe Leistungsbilanzdefizit von rund 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts verstärkt die internationale Schuldnerposition des Landes.
- Spanien als eines der wachstumsstärksten Länder der Eurozone seit dem Jahr 1999 dürfte von der Einführung der gemeinsamen Währung profitiert haben. Dies ist vor dem Hintergrund der Zinsentwicklung in der Eurozone zu sehen. Spanien, das in den neunziger Jahren noch als Hochzinsland bekannt war, hat durch die Erfüllung der Konvergenzkriterien von der niedrigen Inflationsrate profitiert, weil durch das nun mögliche niedrige Zinsniveau Konsum und Investitionen sehr stark angetrieben wurden. Dies führte zu einer starken Investitionstätigkeit auch im Bausektor und zu stark ansteigenden Immobilienpreisen. Das robuste Wachstum konzentrierte sich vor allem auf den Sektor nicht-handelbarer Güter, wodurch das Leistungsbilanzdefizit kontinuierlich ausgeweitet wurde. Im Jahr 2007 belief es sich auf 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Es haben sich starke Ungleichgewichte aufgebaut, die das Wachstum drastisch verlangsamten könnten. In der

## Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts pro Kopf in den EWU-12-Ländern

Abbildung 2.6

Zuwachs von 1999 bis 2007, in Prozent



Nominales Bruttoinlandsprodukt pro Kopf in Euro-Kaufkraftstandards.  
 Quellen: Eurostat, Online-Datenbank (Wirtschaft und Finanzen); eigene Berechnungen

derzeitigen Situation zeigt sich bereits ein deutlicher Wachstumseinbruch, auch als Folge sinkender Preise für Immobilien.

Durch die unterschiedlich hohen Wachstumsraten hat sich auch das Wohlstandsgefälle innerhalb der Eurozone verändert. Theoretisch sollten Länder, die über einen längeren Zeitraum nur niedrige Wachstumsraten aufweisen, in der Folge auch geringe Zuwächse ihrer Wohlstandsniveaus zu beklagen haben. Im Gegenzug sollten Länder mit einer hohen Wachstumsrate andere Länder überflügeln, ein höheres Einkommen pro Kopf erzielen und sich damit im Wohlstandsrating verbessern können. Als Beispiele dafür können stark wachsende Länder wie Luxemburg, Irland und Spanien herangezogen werden, deren Aufstieg im Vergleich mit wachstumsschwachen Ländern wie Deutschland und Italien deutlich wird (Abbildung 2.6). So hat sich das in Euro und nach Kaufkraftstandards errechnete Pro-Kopf-BIP mit der Europäischen Währungsunion in Luxemburg um fast 87 Prozent und in Spanien um fast 64 Prozent erhöht. Der Durchschnitt der EWU-12 konnte im selben Zeitraum um rund 41 Prozent zulegen. Deutschland schnitt am zweitschlechtesten ab. Zwar verlor Deutschland, wenn das Pro-Kopf-Ranking des absoluten BIP betrachtet wird, seit 1998 lediglich zwei Plätze und lag im Jahr 2007 auf Platz 7. Doch deutlich beunruhigender ist die Tatsache, dass der Abstand Deutschlands zu den besser platzierten Ländern immer größer wird. Betrug der Abstand zu Österreich im Jahr 1998 noch 1.500 Euro pro Jahr und Kopf, hat sich diese Lücke im Jahr 2007 auf mittlerweile 3.500 Euro vergrößert. Ähnliches gilt auch in umgekehrter Reihenfolge. Während der Abstand zum schlechter platzierten Spanien im Jahr 1998 noch 4.600 Euro betrug, lag das deutsche Pro-Kopf-BIP im Jahr 2007 nur noch 1.600 Euro über dem vergleichbaren Wert in Spanien. Deutschland verliert damit im europäischen Wohlstandsgefüge zunehmend an relativer Stärke.

Insgesamt haben sich die Erwartungen nach der Einführung des Euro zumindest aus wachstumstechnischer Sicht nicht ganz erfüllt. Der Zuwachs des realen BIP blieb ungefähr so hoch wie im vorangegangenen Zeitraum zwischen 1989 und 1998. Die Hoffnung, durch die Einführung einer gemeinsamen Währung den Standortwettbewerb zu fördern und damit auch tiefgreifende Strukturreformen zu verwirklichen, hat sich damit nur unzureichend erfüllt. Die Einführung des Euro sollte allerdings nicht für das unzureichende Wachstum verantwortlich gemacht werden. Denn nach wie vor liegt es in der Verantwortung der einzelnen Länder, durch strukturelle Maßnahmen ihre Wettbewerbsfähigkeit und ihr Wachstumspotenzial zu verbessern. Einige Länder – wie etwa Irland, Luxemburg oder Spanien – konnten über die letzten Jahre durchaus eine gute Wachstumsperformance abliefern. Sie haben damit ihr Wohlstandsniveau weiter gefestigt oder gar ausgebaut.

## 6

## Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

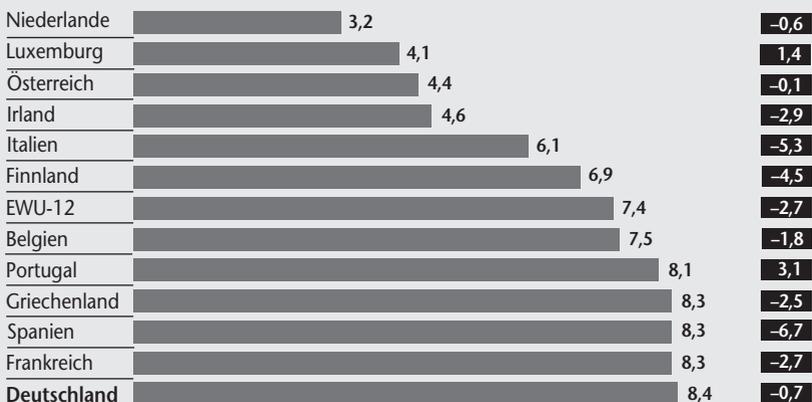
Die Beschäftigungserfolge sind ebenfalls nicht von der Hand zu weisen. So stellt die Europäische Kommission fest, dass das Beschäftigungswachstum in der Eurozone insgesamt deutlich stärker war als in der Dekade zwischen 1989 und 1998 (EU-Kommission, 2008, 33). Dies ist – für sich genommen – durchaus als Erfolg zu werten. Allerdings sollte daraus nicht voreilig geschlossen werden, dass dies der neuen Währung zu verdanken sei. Wesentliche Gründe sind vielmehr strukturelle wirtschaftspolitische Reformen, zum Beispiel eine niedrigere Steuerlast, geringere Arbeitsmarktregulierung oder auch der Beschäftigungsaufbau in arbeitsintensiveren Servicebereichen (Mourre, 2006; Böttcher, 2008). Allerdings unterscheidet sich die Beschäftigungsperformance der einzelnen Länder der Eurozone deutlich. Spitzenreiter ist zweifellos Spanien: Die Beschäftigung nahm zwischen 1998 und 2007 um 32 Prozent zu. Dieses spanische Jobwunder erklärt allein 35 Prozent des gesamten Beschäftigungsaufbaus in der Eurozone. Im Vergleich damit fallen Länder wie Deutschland oder Portugal deutlich zurück. So betrug der Beschäftigungsanstieg in Deutschland lediglich 4,9 Prozent in den Jahren von 1998 bis 2007.

### Entwicklung der Arbeitslosenquoten in den EWU-12-Ländern

Abbildung 2.7

Arbeitslosenquote im Jahr 2007, in Prozent

■ Veränderung gegenüber dem Jahr 1998, in Prozentpunkten



Quellen: Eurostat, Online-Datenbank (Arbeitsmarkt); eigene Berechnungen

Durch den Beschäftigungsaufbau konnte es den meisten Ländern der EWU-12 gelingen, ihre Arbeitslosenquote seit dem Jahr 1998 zu verringern (vgl. Abbildung 2.7). Die standardisierte Arbeitslosenquote sank in der Eurozone insgesamt seit 1998 von 10,1 Prozent auf 7,4 Prozent. Einige wachstumsstarke Länder wie Spanien und Griechenland konnten ihre Arbeitslosenquoten deutlich vermindern. Andere Länder wie Österreich und die Niederlande weisen seit Jahren eine geringe Arbeitslosenquote auf. Deutschland hatte im Jahr 2007 mit 8,4 Prozent die höchste Arbeitslosenquote unter den zwölf betrachteten Ländern der Eurozone.

# 7

## Die Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer

Die unterschiedlichen Startbedingungen, aber auch die unterschiedlichen nationalen Wirtschaftspolitiken haben zu einer unterschiedlichen Wachstumsperformance der Länder der Eurozone geführt. Allerdings greift eine Betrachtung ausschließlich des Wachstums zu kurz. Länder wie Portugal zeigen, dass ein ehemaliger und hochgelobter Wachstumsstar schnell in eine schwere strukturelle Krise geraten kann, wenn in den Boomphasen wirtschafts- oder lohnpolitische Fehler gemacht werden. Leistungsbilanzsalden und Lohnstückkosten sind dabei zwei mögliche Wettbewerbskriterien, die als Frühindikatoren für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Mitgliedsländer dienen können.

- **Leistungsbilanzen:** Die Leistungsbilanz der Eurozone ist nahezu ausgeglichen. Allerdings ergeben sich große Unterschiede, wenn die Leistungsbilanzsalden der einzelnen Mitgliedsländer betrachtet werden. Während Deutschland im Jahr 2007 einen Leistungsbilanzüberschuss von 7,7 Prozent des BIP erzielte, ergab sich in Spanien ein Fehlbetrag von 10 Prozent des BIP. Ein Defizit ist hier insofern problematisch, als es mit dem Aufbau einer Verschuldungsposition gegenüber dem Ausland einhergeht. Zwar zeigen Studien, dass Leistungsbilanzdefizite, die von überdurchschnittlichen Kapitalzuflüssen begleitet werden, auch Ausdruck eines Konvergenzprozesses sein können (Abiad et al., 2007). Trifft das zu, wirken sie nicht per se negativ. Mittelfristig allerdings muss diese Schuld bedient werden. Damit entsteht die Gefahr, dass die binnenwirtschaftlichen Kräfte zurückgedrängt werden müssen, um das Defizit ausgleichen oder zumindest vermindern zu können. Das hat entsprechend negative Folgen für die konjunkturelle Entwicklung. Dieses Problem wird durch den Euro verstärkt. Denn seit seiner Einführung kann eine Abwertung der eigenen Währung nicht mehr erfolgen. Leistungsbilanzsalden

können nur Veränderungen des gemeinsamen nominalen Wechselkurses erwirken (Deutsche Bundesbank, 2007b). Insofern steht den Defizitländern mittelfristig eher eine Wachstumsdämpfung bevor (vgl. Matthes, Kapitel 7, Seite 119 ff.).

- **Lohnstückkosten:** Die unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten hat die Positionen der Länder im Wettbewerbsgefüge verändert. Deutschland ist zugutegekommen, dass es sich seit der Einführung der gemeinsamen Währung an einer moderaten Lohnpolitik orientiert und diese auch umgesetzt hat. Im Gegensatz dazu haben sich andere Länder bei der Lohnpolitik deutlich weniger moderat gezeigt (vgl. Lesch, Kapitel 5, Seite 85 ff.). In der Folge sind die Lohnstückkosten in Deutschland seit Beginn der Europäischen Währungsunion sogar gesunken, während sie in anderen Euroländern gestiegen sind (Deutsche Bundesbank, 2008a). Dies hat zu einem Wettbewerbsvorteil geführt, auch wenn die Arbeitskosten in Deutschland nach wie vor zu den höchsten unter vergleichbaren Industrieländern zählen (Schröder, 2008). Zudem spielte Deutschland auch die Entwicklung der Inflationsrate in die Hände: Da diese in Deutschland bis 2006 deutlich unter dem EWU-Durchschnitt lag, verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit. In der Folge konnte Deutschland auch stärker als andere Länder von der seit dem Jahr 2003 weltweit gestiegenen Nachfrage profitieren, die durch den weltwirtschaftlichen Boom ausgelöst wurde.

## Literatur

**Abiad, Abdul / Leigh, Daniel / Mody, Ashoka**, 2007, International finance and income convergence: Europe is different, IMF Working Paper, No. WP/07/64, Washington D. C.

**Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria**, 2008, Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment, European Commission (Hrsg.), European Economy – Economic Papers, No. 321, Brüssel

**Becker, Werner**, 2007, Internationale Reservewährung Euro im Aufwind, Deutsche Bank Research (Hrsg.), EU-Monitor, Nr. 46, Frankfurt am Main

**Becker, Werner**, 2008, Der Euro wird zehn: Den Kinderschuhen entwachsen, Deutsche Bank Research (Hrsg.), EU-Monitor, Nr. 57, Frankfurt am Main

**Böttcher, Barbara**, 2008, EU labour market policy: difficult balance between subsidiarity and centralisation, Deutsche Bank Research (Hrsg.), EU-Monitor, Nr. 53, Frankfurt am Main

**Daly, Kevin**, 2008, The Euro-zone's understated success, in: Goldman Sachs European Economics Group (Hrsg.), The euro at ten: performance and challenges for the next decade, S. 37–52, URL: <http://www2.goldmansachs.com/ideas/economic-outlook/euros-tenth-anniversary.html> [Stand: 2008-09-10]

**Deutsche Bundesbank**, 2007a, Fortschritte bei der Stärkung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials, in: Monatsbericht Oktober, 59. Jg., Nr. 10, S. 35–45

**Deutsche Bundesbank**, 2007b, Leistungsbilanzsalden und preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juni, 59. Jg., Nr. 6, S. 35–56

**Deutsche Bundesbank**, 2008a, Zehn Jahre geldpolitische Zusammenarbeit im Eurosystem, in: Monatsbericht April, 60. Jg., Nr. 4, S. 15–29

**Deutsche Bundesbank**, 2008b, Wachstumsunterschiede und Wohlstandsgefälle zwischen den USA und dem Euro-Raum – neuere Tendenzen, in: Monatsbericht Mai, 60. Jg., Nr. 5, S. 18–19

**EU-Kommission** – Europäische Kommission, 2007, Quarterly report on the euro area, Vol. 6, No. 2

**EU-Kommission**, 2008, EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, Brüssel

**EZB** – Europäische Zentralbank, 2005, Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum, in: Monatsbericht Mai, Nr. 5, S. 65–82

**EZB**, 2008, 10th anniversary of the ECB, Special edition of the monthly bulletin, Frankfurt am Main

**Fels, Joachim**, 2002, Der Euro wird der nächste Dollar, in: FAZ.NET, 21. Februar

**Fels, Joachim**, 2005, Sieben Sündenböcke, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30. Mai 2005, S. 26

**Flam, Harry / Nordstrom, Hakan**, 2003, Trade volume effects of the euro: aggregate and sector estimates, Institute of International Economic Studies (Hrsg.), Seminar Papers, No. 746, Stockholm

**Grömling, Michael**, 2005, Zur Interpretation von Leistungsbilanzsalden: eine Fallstudie zum US-Leistungsbilanzdefizit, in: *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 34. Jg., Nr. 4, S. 233–240

**Issing, Otmar**, 2008, Ten years of the ECB – achievements and challenges, in: Goldman Sachs European Economics Group (Hrsg.), *The euro at ten: performance and challenges for the next decade*, S. 17–23, URL: <http://www2.goldmansachs.com/ideas/economic-outlook/euros-tenth-anniversary.html> [Stand: 2008-09-10]

**IWF**, Internationaler Währungsfonds, 2008, World Economic Outlook Database

**IW Köln** – Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2008, Italien: Ökonomisch keine bella figura, in: *iwd – Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln*, 34. Jg., Nr. 4, S. 8

**Mourre, Gilles**, 2006, Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s?, in: *Applied Economics*, Vol. 38, No. 15, S. 1783–1807

**Remsperger, Hermann**, 2004, Inflationsdifferenziale im Euro-Raum: Ursachen und Konsequenzen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 53, Frankfurt am Main, S. 10–13

**Schröder, Christoph**, 2008, Industrielle Arbeitskosten im internationalen Vergleich, in: *IW-Trends*, 35. Jg. Nr. 3, S. 75–90

**Yi, Kei-Mu**, 2003, Can vertical specialization explain growth of world trade?, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 1, S. 52–102



## Kapitel 3

Jürgen Matthes

# Wirkungen der Europäischen Währungsunion auf Wachstum, Handel und Direktinvestitionen

## Inhalt

1	Einleitung	46
2	Originäre Wirkungen der EWU	48
2.1	Reduktion der Transaktionskosten	48
2.2	Wegfall des Wechselkursrisikos	49
2.3	Mehr Preistransparenz und -konvergenz	49
3	Wirkungen der EWU auf ausgewählte Wachstumstreiber	50
3.1	Wirkungen auf den Außenhandel in der Eurozone	50
3.2	Wirkungen auf die Direktinvestitionen in der Eurozone	52
3.3	Weitere Wirkungen der EWU	54
4	Wachstumstreiber der EWU	55
4.1	Senkung der Transaktionskosten	55
4.2	Wegfall des Wechselkursrisikos	56
4.3	Mehr Preistransparenz und Wettbewerbsintensität	58
4.4	Weitere Wachstumstreiber	58
5	Fazit	60
	Anmerkungen	62
	Literatur	64

# 1

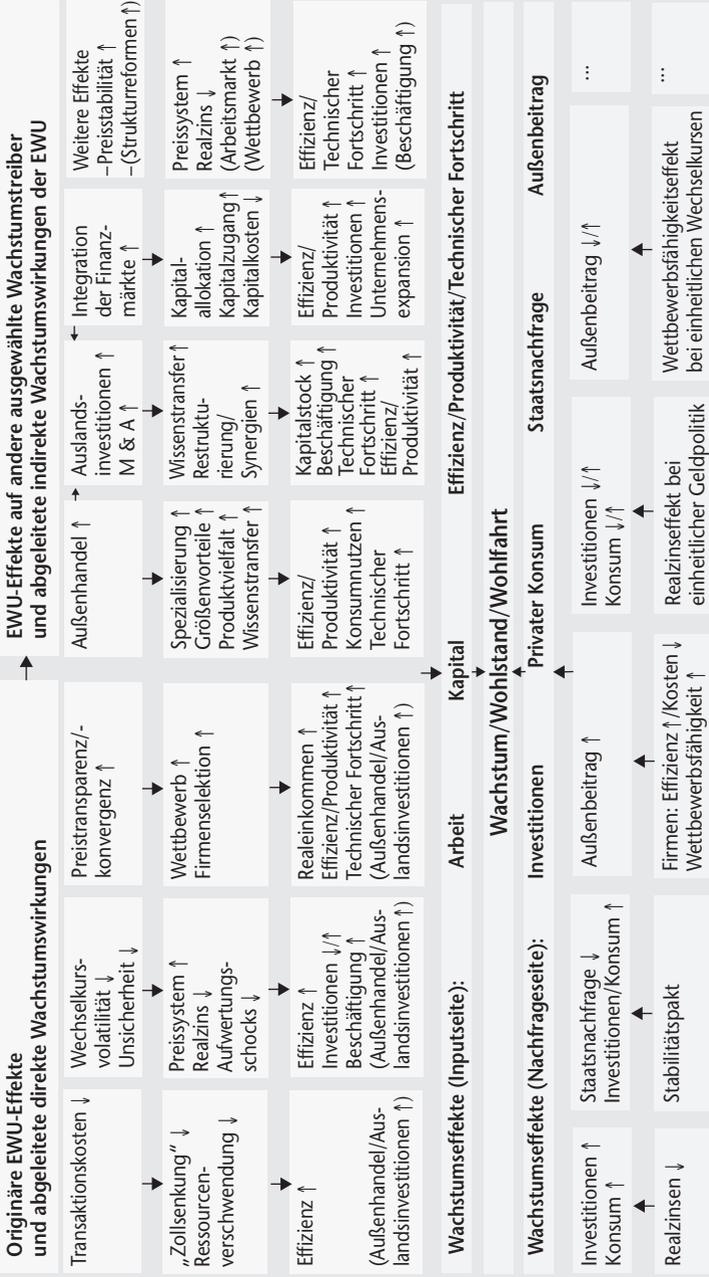
## Einleitung

Das Wachstum in der Eurozone war bislang eher mäßig (vgl. Römer, Kapitel 2, Seite 25 ff.). Dabei wurde die Europäische Währungsunion (EWU) auch mit dem Ziel initiiert, das Wirtschaftswachstum zu stärken, indem sie die positiven Effekte des EU-Binnenmarktes verstärkt und die Wirtschaftsverflechtungen vertieft (vgl. Busch/Jäger, Kapitel 1, Seite 7 ff.). Im Jahr 1990 gab die Europäische Kommission die Studie „Ein Markt, eine Währung“ heraus, die viele Vorteile einer europäischen Einheitswährung detailliert aufzeigte und den Wachstumsbonus allein durch die geringere Wechselkursunsicherheit auf 5 bis 10 Prozent der Wirtschaftsleistung bezifferte (EG-Kommission, 1990, 93). Das BIP-Niveau würde nach einigen Jahren also um 5 bis 10 Prozent höher liegen als ohne die EWU. In der Folge entbrannte im Vorfeld der Euro-Einführung eine umfangreiche akademische Debatte über die Vor- und Nachteile der EWU (zum Beispiel Hankel et al., 1998; für den Überblick: Ochel, 1996; Grassinger, 1998; De Grauwe, 2007). Nach zehn Jahren EWU lässt sich nun eine vorläufige Bilanz ziehen.

Auf Basis der bisherigen wissenschaftlichen Erkenntnisse wird hier erörtert, ob die postulierten Vorteile der EWU tatsächlich eingetreten sind.<sup>1</sup> Übersicht 3.1 skizziert wichtige Kanäle, über welche die EWU theoretisch das Wirtschaftswachstum beeinflussen kann. Im Zentrum stehen diejenigen Effekte der EWU, die auf die Angebotsseite wirken – und somit über die Produktionsfaktoren, die Produktivität oder den technischen Fortschritt das Wirtschaftswachstum steigern (oberer Teil von Übersicht 3.1). Der untere Teil, der die nachfrageseitigen Wachstumswirkungen darstellt, ist der Vollständigkeit halber abgebildet (vgl. Matthes, Kapitel 7, Seite 119 ff.).

Die Analyse dieses Kapitels ist in drei Abschnitte eingeteilt. Zunächst beleuchtet Abschnitt 2, welche originären Effekte die EWU auf Transaktionskosten, Wechselkursrisiko sowie auf Preistransparenz und -konvergenz hatte (Übersicht 3.1 links oben). Darauf aufbauend betrachtet Abschnitt 3 die in Übersicht 3.1 oben abgebildete horizontale Wirkungsrichtung. Es wird gefragt, wie die genannten originären Effekte der EWU andere ausgewählte Wachstumstreiber wie zum Beispiel Außenhandel und Auslandsinvestitionen beeinflusst haben. Abschnitt 4 nimmt die vertikale Wirkungsrichtung in den Blick und zeigt auf, welche Effekte die Wachstumstreiber auf die Produktionsfunktion hatten.

# Zentrale Wachstumseffekte der EWU



Eigene Darstellung

# 2

## Originäre Wirkungen der EWU

### 2.1 Reduktion der Transaktionskosten

Eine Währungsunion senkt in mehrfacher Hinsicht Transaktionskosten (für detaillierte Analysen: EG-Kommission, 1990, 70 ff.; Dumke et al., 1997). Vor allem fallen die Kosten des Währungstauschs von Bargeld und bargeldlosen grenzüberschreitenden Geldtransfers weg. Eingespart werden aber beispielsweise auch Kursicherungskosten und innerbetriebliche Kosten für Personal- und Sachkapital, die in international tätigen Betrieben und Banken zum Management unterschiedlicher Währungen nötig sind. Das Gros<sup>2</sup> dieser Kosten stellt Wohlfahrtsverluste dar, weil Produktionsfaktoren in einer unproduktiven Verwendung gebunden werden.

Die genannte Studie der Europäischen Kommission zur Währungsunion (EG-Kommission, 1990, 75) hat die Transaktionskostensparnis auf 0,3 bis 0,4 Prozent der Wirtschaftsleistung der damaligen EG-12 geschätzt. Besonders eingängig war die Idee, die Umtauschkosten einer imaginären Reise durch zehn EG-Länder anhand der Spannen von An- und Verkaufskursen der Banken und zusätzlicher Gebühren zu quantifizieren. Demnach blieb am Ende der fiktiven Rundreise nur knapp die Hälfte des Geldbetrags (rund 53 Prozent) übrig (EG-Kommission, 1990, 72). Aktuelle Studien zur Beurteilung der Transaktionskostensparnis gibt es nur wenige. Das mag daran liegen, dass sich die einmal weggefallenen Transaktionskosten aus heutiger Sicht nicht anhand existierender Ausgaben berechnen lassen. Eine sehr umfassende Studie hat die Transaktionskostensparnis allerdings näher vor der Einführung der EWU als die Studie der EG-Kommission quantifiziert und für das Jahr 1995 auf rund 0,8 Prozent der Wirtschaftsleistung beziffert (Dumke et al., 1997). Aktuell spricht die Europäische Kommission in einer Populärbroschüre (EU-Kommission, 2008a) – freilich ohne Quellenangaben – von Einsparungen von rund 1 Prozent des BIP.<sup>3</sup>

Allerdings sind folgende Aspekte zu bedenken, welche die Höhe der Transaktionskostensparnis einschränken. Für Deutschland dürften die Einsparungen deutlich geringer sein, da die D-Mark eine stark gehandelte Währung war, in der häufig auch fakturiert wurde. Die Studie der EG-Kommission (1990, 73) ging für Deutschland von lediglich 0,1 bis 0,2 Prozent der Wirtschaftsleistung aus. Ferner sind den dauerhaften Einsparungen an Transaktionskosten einmalige Umstellungskosten gegenüberzustellen, welche die Währungsumstellung betreffen. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass die Veränderungen des Ressourceneinsatzes bei Banken und Produktionsunternehmen eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen.

## 2.2 Wegfall des Wechselkursrisikos

Die EWU hat die nominalen Wechselkursschwankungen zwischen den Währungen der beteiligten Staaten eliminiert. Der daraus erwachsende Vorteil lässt sich daran messen, wie stark die Währungen vorher im Verhältnis zueinander geschwankt sind. Dabei ist zu bedenken, dass die EWU-Mitgliedsländer vor der Euro-Einführung seit längerem am Europäischen Währungssystem (EWS) teilgenommen hatten. Die Wechselkurse ihrer Währungen konnten sich daher grundsätzlich nur begrenzt verändern. So hatten die Staaten des sogenannten D-Mark-Blocks (Österreich, Belgien, Luxemburg, Frankreich, Niederlande) ihre Währungen spätestens seit den achtziger Jahren eng an die D-Mark als inoffizielle Leitwährung des EWS gekoppelt. Andere Länder änderten ihre Wechselkursparitäten jedoch immer wieder – und teils erheblich. Allein in den eineinhalb Jahren zwischen Juni 1992 und Dezember 1993 kam es gegenüber der D-Mark zu deutlichen Abwertungen der Währungen von Irland (10 Prozent), Portugal (23 Prozent), Finnland (24 Prozent) sowie der von Spanien und Italien (je rund 30 Prozent).

Die EWU macht derartige nominale Abwertungen unmöglich und hat – beginnend bereits im Vorfeld der EWU – auch die realen (effektiven) Wechselkursschwankungen vermindert (Bagella et al., 2004; Barrell et al., 2008, 43). Darin liegen verschiedene Vorteile. Die wirtschaftliche Unsicherheit bei grenzüberschreitenden EWU-internen Transaktionen ist gesunken, das Risiko einer plötzlichen nominalen Aufwertung der D-Mark ist für die deutsche Exportwirtschaft entfallen. Der Wegfall der Kurssicherungskosten wurde schon bei den Transaktionskosten eingerechnet.

## 2.3 Mehr Preistransparenz und -konvergenz

Die EWU ermöglicht einen direkten Preisvergleich von Gütern in verschiedenen Ländern und erschwert so eine wettbewerbsschädliche Segmentierung der Märkte (EU-Kommission, 2002, 50). Zudem eliminiert sie – wie bereits erwähnt – Währungs-transaktionskosten und die Unsicherheit über Wechselkursschwankungen. All dies erleichtert die Arbitrage. Weil es nun einfacher und lohnenswerter ist, Güter dort zu kaufen, wo sie billiger angeboten werden, sollte sich theoretisch eine Tendenz zur Preisangleichung innerhalb der Eurozone ergeben.<sup>4</sup>

Zahlreiche Studien haben untersucht, ob die EWU zu einer verstärkten Preiskonvergenz bei handelbaren Konsumgütern geführt hat. Sie kommen – auch aufgrund verschiedener Ansätze und Methoden – zu unterschiedlichen Ergebnissen (für einen Überblick: Allington et al., 2005; Baldwin/Di Nino, 2008a). Umfassendere und belastbarere Analysen deuten in diesem Zusammenhang

allerdings eher darauf hin, dass die EWU die Unterschiede der Endverbrauchspreise nur recht allmählich verringert hat (Di Nino, 2007).

Ein Problem bei der Betrachtung von Endverbrauchspreisen liegt darin, dass mögliche Konvergenzeffekte auf der Außenhandelsebene auf den Groß- und Einzelhandelsstufen – also zwischen Import und Endverbrauch – verloren gehen können. Daher betrachtet Di Nino (2007) Exportpreise und stellt fest, dass die Preiskonvergenz im Zeitraum von 1995 bis 2004 innerhalb der Eurozone deutlich stärker war als in den Kontrollgruppen.<sup>5</sup> Baldwin/Di Nino (2008a) zeigen auf Basis dieser Ergebnisse, dass die Preiskonvergenz im Vergleich zu den Kontrollgruppen erwartungsgemäß vor allem zwischen 2002 und 2004, also nach der Einführung des Euro-Bargelds, besonders stark ausgeprägt war.

## 3

### Wirkungen der EWU auf ausgewählte Wachstumstreiber

Bevor Abschnitt 4 die Wachstumswirkungen der EWU in den Blick nimmt, muss analysiert werden, ob die EWU wichtige Wachstumstreiber beeinflusst (horizontaler Wirkungskanal in Übersicht 3.1) und insofern indirekt das Wirtschaftswachstum fördert. Dabei werden vor allem die Effekte der EWU auf den Außenhandel und die Direktinvestitionen innerhalb der Eurozone überprüft.

#### 3.1 Wirkungen auf den Außenhandel in der Eurozone

Dieser Fokus liegt nahe, da erwartet werden kann, dass die originären EWU-Wirkungen – die Reduzierung der Transaktionskosten, der Wegfall der Wechselkurschwankungen und die größere Preistransparenz – vor allem den Außenhandel befähigen. Es ist allerdings erstaunlich, dass es keinen umfassenden theoretischen Rahmen dafür gibt, um die verschiedenen Wirkungsmechanismen zu erklären (De Grauwe, 2007, 27). Nur so lässt sich erklären, dass die vorliegenden Theorieansätze teilweise erst auf die Empirie gefolgt sind – und nicht umgekehrt.

Während die Europäische Kommission (EG-Kommission, 1990, 81) in ihrer frühen Studie kaum auf empirisch nachweisbare Handelswirkungen der Wechselkursunsicherheit verweisen konnte, haben inzwischen zahlreiche empirische Studien die Handelswirkungen der EWU untersucht und sind dabei zu recht unterschiedlichen Ergebnissen gekommen (Übersicht 3.2). Es scheint sich inzwischen allerdings ein – freilich immer noch vorläufiger – Konsens herausgebildet

## Empirische Probleme bei der Ermittlung der Handelswirkungen der EWU

Übersicht 3.2

Der Umfang der empirischen Literatur zu den Außenhandelseffekten der EWU ist noch recht begrenzt, nimmt aber stetig zu (für einen Überblick: Baldwin, 2006, 36 ff.; Baldwin/Taglioni, 2008, 21 ff.). Der am häufigsten verwendete Ansatz ist eine sogenannte Differenz-von-Differenzen-Analyse. Dabei wird die Entwicklung des Handels innerhalb der Eurozone mit der Entwicklung des übrigen Handels verglichen. Zunächst wird bei beiden Gruppen die Veränderung (Differenz) zwischen der Zeit vor und nach der EWU ermittelt. Danach wird der Unterschied (die Differenz) zwischen diesen beiden Ergebnissen berechnet.

Die Ergebnisse der Studien variieren zwischen einem EWU-bedingten Handelsanstieg von 0 bis zu 120 Prozent. Die meisten Autoren finden Effekte im ein- bis niedrigen zweistelligen Bereich. Für diese nicht sehr verlässliche Auskunft der akademischen Literatur<sup>6</sup> lässt sich eine Reihe von Gründen finden:

- Frühe Studien konnten nur einen sehr begrenzten Zeitraum abdecken, der zudem noch vor der Einführung des Euro-Bargelds lag.
- Datenmängel bei Kontrollvariablen (wie beispielsweise dem fortschreitenden EU-Integrationsgrad) oder Strukturbrüche und Qualitätsmängel bei den Außenhandelsdaten erschweren die empirische Arbeit.
- Das Gros der Studien weist teils erhebliche methodische Mängel auf, obwohl sie teils in renommierten Publikationen veröffentlicht wurden. Das liegt meist an einer mangelnden theoretischen Fundierung der empirischen Methodik (Baldwin/Taglioni, 2008, 14 ff.). Ein besonders häufiger Fehler besteht darin, dass Einflussfaktoren nicht (ausreichend) kontrolliert werden, die wie der EWU-Effekt einen zeitlichen Trend aufweisen und mit diesem korreliert sind.<sup>7</sup>

Baldwin/Taglioni (2008, 34 ff.) vermeiden diese Fehler und ermitteln einen hochsignifikanten EWU-Effekt auf den Warenhandel, der aber lediglich rund 2 Prozent beträgt. Allerdings gelingt es auch ihnen aufgrund von Datenproblemen nicht, in ihrer Regression den Effekt der fortschreitenden EU-Integration ausreichend zu kontrollieren – deren Effekt darf nicht dem Euro zugeschrieben werden. Daher sind auch diese Ergebnisse nicht vollständig verlässlich.

Eigene Zusammenstellung

zu haben (Baldwin/Taglioni, 2008, 18). Demnach dürfte die EWU den Warenhandel innerhalb der Eurozone um einen Prozentsatz im niedrigen einstelligen Bereich erhöht haben. Ein handelsfördernder Effekt ist zum einen in erster Linie im intra-industriellen Handel (Böwer/Guillemineau, 2006) und zum anderen vor allem bei Endprodukten und Vorleistungen – und weniger bei Rohstoffen – zu erkennen. Das deutet darauf hin, dass die EWU die vertikale internationale Arbeitsteilung zwischen Produktionsstufen in der Eurozone gestärkt hat (Flam/Nordstrom, 2007).<sup>8</sup>

Wichtig für die folgenden theoretischen Ausführungen sind die Detailergebnisse, die sich in einer Reihe von Studien finden lassen (für einen Überblick: Baldwin, 2006, 36 ff.; Baldwin/Taglioni, 2008, 21 ff.). Demnach fallen die Wirkungen der EWU auf den Handel je nach Branche offenbar recht unterschiedlich aus. Auch scheint es nicht oder kaum zu einer Handelsumlenkung zulasten von

Exporteuren außerhalb der Eurozone gekommen zu sein. Diese Effekte passen freilich nicht zu dem theoretisch am nächsten liegenden Erklärungsmuster.<sup>9</sup> Demnach würde die EWU den Relativpreis von Gütern aus der Eurozone reduzieren, weil Transaktionskosten sinken und ein intensiverer Wettbewerb die Exportpreise verringert (vgl. Abschnitt 4.3). Dies sollte zu einer Handelsumlenkung führen, und der Handelsanstieg innerhalb der Eurozone sollte in allen Branchen ähnlich hoch sein. Beides ist – wie erläutert – nicht der Fall.

Um diese Diskrepanz zwischen Theorie und Empirie zu erklären, hat sich ein ergänzender Theorieansatz etabliert. Baldwin/Taglioni (2004) setzen dazu auf einer neuen Entwicklung in der Außenhandelstheorie auf. Diese ergänzt die bekannten Außenhandelsmodelle mit unvollständigem Wettbewerb (Krugman/Obstfeld, 2008, 114 ff.) um heterogene Firmenproduktivitäten und um Fixkosten beim Zugang zu neuen Märkten (Melitz, 2003). Durch die EWU werden dabei weniger produktive Firmen, die zuvor keine Güter ausgeführt haben, zu Exporteuren. Und zwar im Wesentlichen aus zwei Gründen: Zum einen entfällt die Wechselkursunsicherheit, die zuvor die (eher kleinen) Betriebe tendenziell abgeschreckt hat.<sup>10</sup> Zum anderen senkt die EWU die Fixkosten des Marktzugangs im Ausland, zum Beispiel weil es nicht länger nötig ist, Personal und Sachkapital für den Umgang mit der Auslandswährung vorzuhalten.<sup>11</sup> In der Folge lohnt sich nun auch für einige weniger produktive Firmen der Export. Die Wirkungen der EWU führen bei diesem theoretischen Ansatz nicht zu einer Handelsumlenkung und konzentrieren sich – ebenfalls den empirischen Ergebnissen entsprechend – auf Branchen mit Größenvorteilen und differenzierten Produkten (Flam/Nordstrom, 2007; für einen Überblick: De Nardis et al., 2008). In Firmendaten und stark disaggregierten Handelsdaten finden sich in der Tat erste empirische Hinweise darauf, dass im Handel innerhalb der Eurozone durch die EWU neue Exporteure und Produkte hinzugekommen sind, die zum positiven Handelseffekt beigetragen haben (Flam/Nordstrom, 2007; Baldwin/Fontagné, 2008; Baldwin/Di Nino, 2008b; Berthou/Fontagné, 2008).

### **3.2 Wirkungen auf die Direktinvestitionen in der Eurozone**

Der Effekt der EWU auf die Auslandsinvestitionen von Unternehmen (Direktinvestitionen) hängt eng mit den Handelswirkungen zusammen (siehe den Pfeil in Übersicht 3.1 zwischen beiden Kästen). Die theoretischen Vorhersagen über den Zusammenhang sind jedoch nicht eindeutig. Darum lassen sich die Wirkungen der EWU auf die Direktinvestitionen nicht klar voraussagen. Gleichwohl äußerte die Europäische Kommission in ihrer bereits erwähnten Studie (EG-Kommission, 1990, 82) die Erwartung, dass die Verringerung des Reibungsfaktors Währung

zum Anstieg der Direktinvestitionen in den beteiligten Ländern führen sollte. Dieser Schluss lässt sich zwar begründen, wenn man allein auf Effekte abzielt, die für sich genommen Auslandsinvestitionen erleichtern. Dazu zählen die Senkung der Transaktionskosten des unternehmerischen Währungsmanagements, eine größere Preistransparenz und eine (durch die EWU geförderte) stärkere Finanzmarktintegration (vgl. Abschnitt 3.3 und den Pfeil in Übersicht 3.1 zwischen Finanzmarktintegration und Auslandsinvestitionen).

Doch das Zusammenwirken von Handel und Direktinvestitionen macht die Analyse komplizierter. Entscheidend ist das Motiv des Auslandsengagements. Wenn Teile des Produktionsprozesses ins Ausland verlagert und re-importiert werden (Offshoring), gehen Handel und Direktinvestitionen Hand in Hand – die EWU dürfte beide erhöhen. Gleiches gilt für den Fall, dass im Ausland nur Vertriebsstellen aufgebaut werden. Falls aber Exporte durch Auslandsproduktion (teilweise) ersetzt werden, fördert die EWU theoretisch eher den Handel und geht zulasten von Direktinvestitionen.

Ähnlich unklar – weil auch von den Investitionsmotiven abhängig – sind die Wirkungen, die von der Eliminierung der Wechselkursunsicherheit ausgehen. Hier geht es zunächst weniger um die Schwankungen als um länger anhaltende, deutliche und nicht vorhersehbare Auf- und Abwertungen. Betrachtet wird hier der Aufwertungsfall, da er für Deutschland typisch war (vgl. Abschnitt 2.2).<sup>12</sup>

- Eine Aufwertung der heimischen Währung kann eine Direktinvestition, die zur Vertriebsförderung getätigt wurde, weniger rentabel machen. Denn die Aufwertung mindert die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporte und schränkt somit Größenvorteile ein. Da die EWU Aufwertungen innerhalb der Eurozone unmöglich macht, fördert sie eher derartige Direktinvestitionen.
- Andererseits steigt durch eine Aufwertung die Kaufkraft der heimischen Währung und es wird für Newcomer günstiger, eine Auslandsproduktion aufzubauen. Auch das Offshoring aus Kostengründen wird durch eine Aufwertung attraktiver, weil die Kostenvorteile des Auslands aus heimischer Sicht zunehmen. Ebenso förderlich für Direktinvestitionen wirkt eine Aufwertung, wenn das Absatzmotiv im Vordergrund steht und Handel und Auslandsinvestitionen in einem substitutiven Verhältnis stehen. Denn die Aufwertung verschlechtert die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure und erhöht den Anreiz, Teile der Produktion in das Absatzland zu verlagern. In all diesen Fällen sollte der Effekt der EWU auf Direktinvestitionen eher negativ sein.

Hinzu kommt noch eine ungewisse Wirkung der Wechselkursschwankungen. So kann die EWU positiv oder negativ auf Investitionen allgemein wirken – und damit auch auf Direktinvestitionen. Eine niedrigere Unsicherheit senkt zwar die

Risikoprämie auf den Zins, erhöht aber andererseits die Gewinnchancen (vgl. Abschnitt 4.2). Dementsprechend kommen empirische Untersuchungen zum Zusammenhang von Wechselkursvolatilität und Direktinvestitionen zu unterschiedlichen Ergebnissen (Schiavo, 2007; Barrell et al., 2008, 24).

Da die Wirkungen der EWU auf Direktinvestitionen in der Theorie unklar sind, muss die Empirie weiterhelfen. Gegenwärtig existieren jedoch nur sehr wenige Studien, die ähnlich wie die Handelsmodelle auf einem sogenannten Gravitationsansatz aufbauen (Petroulas, 2007; De Sousa/Lochard, 2006; Schiavo, 2007; Russ, 2007; Coeurdacier et al., 2008).<sup>13</sup> Die belastbareren Studien darunter (Petroulas, 2007; Coeurdacier et al., 2008; Russ, 2007)<sup>14</sup> weisen zwar durchweg einen positiven Effekt der EWU auf die Direktinvestitionen innerhalb der Eurozone nach. Sie schätzen das Ausmaß dieses Effekts aber sehr unterschiedlich ein – zwischen 1 und 200 Prozent. Allerdings sind diese Ergebnisse nur schlecht miteinander vergleichbar, da sie teils auf Direktinvestitionen (Petroulas), teils auf den Wert von Fusionen und Übernahmen (Coeurdacier et al.) und teils auf deren Anzahl (Russ) abstellen. Das Ergebnis einer positiven Wirkung der EWU passt zwar dazu, dass der Anteil der Direktinvestitionen aus Ländern der Eurozone an den gesamten Direktinvestitionszuflüssen in der Eurozone zwischen 1999 und 2006 von 35 auf 45 Prozent gestiegen ist (EZB, 2008a). Gleichwohl sind diese wenigen und unterschiedlichen Ergebnisse noch mit Vorsicht zu interpretieren.

Das gilt auch für weitere Ergebnisse, die hier deshalb nur als Tendenzaussagen wiedergegeben werden. Am fundiertesten ist noch die Aussage, dass auch die Direktinvestitionen aus Nicht-Euroländern durch die EWU zugenommen haben. Dies belegen immerhin mehrere Studien. Die folgenden Ergebnisse gehen dagegen jeweils nur auf eine einzige Studie zurück. Demnach hat die EWU offenbar nur in der Industrie (und nicht bei Dienstleistungen) zu mehr Fusionen und Übernahmen innerhalb der Eurozone geführt (Coeurdacier et al., 2008). Derartige Zusammenschlüsse haben eher innerhalb von weit abgegrenzten Branchen stattgefunden, weniger branchenübergreifend. Es wurden also kaum neue Konglomerate gebildet, sondern zwischen Unternehmen aus dem gleichen Industriezweig Effizienzreserven geschöpft und möglicherweise auch vertikale Wertschöpfungsstrukturen aufgebaut. Außerdem zeigen sich Hinweise, dass vor allem kleine Firmen durch die EWU zu Auslandsinvestoren geworden sind (Russ, 2007).

### 3.3 Weitere Wirkungen der EWU

Darüber hinaus ist im Kontext dieser Analyse zu prüfen, ob die Europäische Währungsunion weitere Wachstumstreiber beeinflusst hat.

- Der Theorie nach sollte die EWU vor allem durch die Einheitlichkeit der Währung und die gesunkenen Transaktionskosten die Integration der Finanzmärkte in den beteiligten Staaten fördern. Tatsächlich lässt sich dies zeigen, wobei allerdings auch andere Reformen und Liberalisierungen dazu beigetragen haben (vgl. Jäger, Kapitel 4, Seite 69 ff.; EU-Kommission, 2008b, 94 ff.).<sup>15</sup>
- Die theoretisch ableitbare Vermutung, dass vor allem ein striktes Mandat und die Unabhängigkeit der EZB die Preisstabilität fördern (EG-Kommission, 1990, 106 ff.; Fröhlich, 1992), hat sich weitgehend bestätigt (vgl. Busch/Jäger, Kapitel 1, Seite 7 ff.; Lane, 2006). Aus deutscher Sicht kann es zudem nicht länger zu einem Inflationsimport kommen, der sich früher aus der Interventionspflicht der Bundesbank im EWS ergab.
- Schon theoretisch ist es nicht eindeutig, ob die EWU Strukturreformen fördert oder nicht (Duval/Elmeskov, 2006).<sup>16</sup> Empirische Untersuchungen bestätigen diese Zweideutigkeit und zeigen in der Tat keine merklichen Effekte der EWU auf Strukturreformen (Duval/Elmeskov, 2006; für einen kurzen Überblick: EU-Kommission, 2008b, 88 ff.). Für eine gewisse Beschleunigung von Reformen in einigen Staaten (zum Beispiel Deutschland) waren offensichtlich andere Faktoren wichtiger, beispielsweise die Höhe der Arbeitslosigkeit oder das Vorherrschen einer Krisensituation.

## 4

## Wachstumstreiber der EWU

Auf Basis dieser Erkenntnisse lassen sich die direkten und indirekten Wachstumswirkungen der EWU kurz beschreiben (Übersicht 3.1: jeweils vertikale Richtung bei den einzelnen Wachstumstreibern, die nacheinander von links nach rechts betrachtet werden). Dabei wird meist mit Zwischenschritten argumentiert, aus denen sich dann die Effekte auf die Produktionsfunktion ableiten lassen. Die Stichworte aus der Übersicht sind im Text kursiv markiert.

### 4.1 Senkung der Transaktionskosten

Transaktionskosten durch unterschiedliche Währungen sind wie Sand im Getriebe der internationalen Arbeitsteilung. Genauer gesagt wirken sie wie ein Zoll, wobei freilich keine staatlichen Zolleinnahmen anfallen (Grassinger, 1998, 105). Ähnlich wie eine *Zollsenkung* erhöht die EWU also die *Effizienz* (mehr

Output bei gegebenen Inputs), weil die internationale Ressourcenallokation weniger verzerrt wird (Krugman/Obstfeld, 2008, 213). Theoretisch ergibt sich daraus allerdings nur vorübergehend eine höhere Wachstumsrate. Breuss (2006, 433, mit Verweis auf eine frühere Studie) hat in einem ökonomischen Weltmodell im Jahr 1997 geschätzt, dass die gesunkenen Transaktionskosten die Wirtschaftsleistung der EWU-Staaten innerhalb von fünf Jahren um knapp 0,2 Prozent gegenüber dem Basisszenario ohne EWU ansteigen lassen dürften. Zu einem höheren Ergebnis kommt man, wenn Transaktionskosten – wie in Abschnitt 2.1 gezeigt – per se als *Ressourcenverschwendung* angesehen werden. Ihre Senkung führt dann prinzipiell zu einem Wohlfahrtsgewinn in entsprechender Höhe (rund 0,3 bis 0,8 Prozent der Wirtschaftsleistung) in der Währungsunion.

## 4.2 Wegfall des Wechselkursrisikos

Der Wegfall des Wechselkurses hat eine ganze Reihe potenzieller Wachstumswirkungen. Zunächst erhöht dieser Schritt ebenfalls merklich die *Effizienz der Allokation* der Produktionsfaktoren (De Grauwe, 2007, 71 f.). Denn die Preise in der Eurozone sind leichter vergleichbar, sodass das *Preissystem* besser funktionieren sollte. Ferner dürfte die geringere Unsicherheit bei grenzüberschreitenden Transaktionen zu einer tieferen internationalen Arbeitsteilung führen (vgl. Abschnitt 4.4).

Die Eliminierung der Wechselkursunsicherheit beeinflusst zudem die *Investitionstätigkeit* und damit das Wirtschaftswachstum. Die Wirkungsrichtung ist allerdings theoretisch nicht eindeutig und abhängig von Annahmen zur Risikoaversion, zur Irreversibilität von Investitionen und zur Wettbewerbssituation (Bagella et al., 2004; De Grauwe, 2007, 67 ff.; Schiavo, 2007). Die wichtigsten Argumentationslinien verlaufen wie folgt:

- Einerseits können Investitionen stimuliert werden, wenn der Realzins sinkt, weil risikoaverse Akteure bei geringerer Unsicherheit eine niedrigere Risikoprämie auf den Zins verlangen.<sup>17</sup> Wie eingangs erwähnt, hat die Europäische Kommission die Wachstumswirkungen einer um 0,5 Prozentpunkte geringeren Risikoprämie auf beachtliche 5 bis 10 Prozent der Wirtschaftsleistung beziffert (EG-Kommission, 1990, 93). Studien, die diese recht hoch erscheinende Wirkung überprüfen, existieren leider bislang nicht.
- Wenn Investitionen irreversibel sind und unvollkommener Wettbewerb herrscht, hemmt Unsicherheit (etwa über die Wechselkursentwicklung) die Investitionsneigung. In diesem Fall hätte die EWU ebenfalls einen positiven Effekt. Dahinter steht folgende Überlegung: Bei großer Unsicherheit hat das Abwarten eines günstigeren Investitionszeitpunkts einen Optionswert, der mit zunehmender

Unsicherheit steigt. Eine geringere Unsicherheit durch die EWU senkt diesen Optionswert des Abwartens und lässt die Unternehmen frühzeitiger investieren (EG-Kommission, 1990, 92). Die Europäische Kommission weist an gleicher Stelle auch auf damalige Umfragen hin, nach denen Unternehmer die Wechselkursvariabilität als starkes Investitionshindernis ansahen.

- Andererseits senkt die EWU aus theoretischer Sicht möglicherweise die Investitionsanreize, da Unsicherheit über die Wechselkurse die Gewinnaussichten auch erhöhen kann. Das verdeutlicht die folgende beispielhafte Erläuterung: Ein Exporteur profitiert stark von einer Abwertung der heimischen Währung, weil er in heimischer Währung einen höheren Preis (und Stückgewinn) erzielen und zugleich seine Absatz- und Ausbringungsmenge steigern kann. Im Fall einer Aufwertung sinkt zwar tendenziell sein Absatzpreis (und Stückgewinn), doch durch ein Zurückfahren der Absatz- und Ausbringungsmenge kann er dieses Risiko in der Theorie mindern. In diesem – wohl nur bedingt realistischen – Fall profitiert er insgesamt von Wechselkursschwankungen, weil er überproportional an einer Abwertung verdient, aber nur unterproportional unter einer Aufwertung leidet. Diese Ratio lässt sich auch auf Investitionen übertragen, wenn diese hinreichend reversibel sind und die Risikoneigung der Akteure nicht zu gering ist.

Da die Theorie keine eindeutige Auskunft geben kann, muss die Empirie befragt werden. Hier zeigt sich zumeist, dass Wechselkursschwankungen und Investitionen (und teils Wachstum) negativ zusammenhängen (für einen Überblick: Bagella et al., 2004; Barrell et al., 2008, 23 f.). Soweit diese generellen Ergebnisse auch auf die Eurozone übertragen werden können, sollte die EWU folglich die Investitionen und das Wachstum stimuliert haben. Die Studie von Bagella et al. (2004) deutet explizit darauf hin, dass die Reduzierung der Wechselkursvolatilität durch die EWU das Niveau des BIP leicht erhöht hat, wobei hier fraglich ist, ob alternative Einflussfaktoren ausreichend kontrolliert wurden.

Gerade aus deutscher Sicht lässt sich darüber hinaus vermuten, dass die EWU die *Beschäftigung* gefördert hat, weil sie plötzliche *Aufwertungsschocks* der D-Mark verhindert. Demnach hat die deutsche Industrie vor der EWU immer wieder Wettbewerbsnachteile erlitten, weil andere (meist südeuropäische) EWS-Staaten ihre Währung abwerteten. In Reaktion darauf stieg die Arbeitslosigkeit, weil die Unternehmen Beschäftigte entließen, um wettbewerbsfähiger zu werden (Sievert, 1997). Gros (1996) bestätigt empirisch einen solchen negativen Zusammenhang zwischen Wechselkursvolatilität und Arbeitsmarktpformance in Deutschland. Gerade angesichts der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 hätte die D-Mark als „sicherer Hafen“ vermutlich wesentlich stärker aufgewertet, als es der Euro zwischenzeitlich getan hat.

### 4.3 Mehr Preistransparenz und Wettbewerbsintensität

Wie in Abschnitt 2.3 erläutert, erhöht die EWU die Preistransparenz und auch die Anreize zur internationalen Arbitrage. Das sollte die *Intensität des Wettbewerbs* in der Eurozone stärken und vielfältige positive Wachstumseffekte auslösen.

Bereits die angeführte – wenngleich nicht ganz eindeutige – Evidenz zur Preiskonvergenz in der Eurozone gibt erste Hinweise auf eine höhere Wettbewerbsintensität. Darüber hinaus liefern Baldwin/Di Nino (2008a) empirische Hinweise darauf. Sie zeigen, dass die Exportpreise der Eurozonen-Länder (bis auf Irland) durch die EWU gesunken sind. Wie in Abschnitt 3.1 erläutert, dürften dahinter weniger die Wirkungen der niedrigeren Transaktionskosten stehen, sondern vielmehr die verringerten Preisaufschläge, die sich aufgrund des höheren Konkurrenzdrucks ergeben haben.

Die theoretischen Wirkungen einer gestiegenen Wettbewerbsintensität sind vielfältig. Zunächst führen niedrigere Preise zu höheren *Realeinkommen*. Ferner lässt sich aus theoretischer Sicht eine Reihe von produktivitäts- und wachstumsfördernden Effekten aufzählen (Nicodème/Sauter-Leroy, 2004). So führt mehr Konkurrenzdruck dazu, dass Firmen *Effizienzpotenziale* stärker ausschöpfen und Produktionsfaktoren besser nutzen (Leibenstein, 1966). Die daraus resultierende *Steigerung der Produktivität* wirkt als einmaliger Effekt und lässt vorübergehend die Wachstumsrate ansteigen. Darüber hinaus kann es auch zu einem dauerhaft höheren Wirtschaftswachstum kommen, wenn mehr Wettbewerb die Innovationsanreize und damit den *technischen Fortschritt* erhöht.<sup>18</sup> Empirisch weisen Nicodème/Sauter-Leroy (2004) in einer Literaturübersicht nach, dass gerade diesen dynamischen Fortschrittseffekten (und weniger den statischen Produktivitätswirkungen) eine wichtige Rolle für das langfristige Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum zukommt.<sup>19</sup>

Allerdings gibt es noch keine Erkenntnisse darüber, wie stark die EWU über diesen Kanal das Wachstum gefördert hat.

### 4.4 Weitere Wachstumstreiber

Wie in Abschnitt 3 aufgezeigt, hat die EWU eine Reihe von Wachstumstreibern beeinflusst. Im Folgenden werden deren angebotsseitige Wirkungen – und damit die indirekten Effekte der EWU – auf das Wirtschaftswachstum dargestellt. Das geschieht unter Rückgriff auf die einschlägige Literatur und in der hier gebotenen Kürze.<sup>20</sup>

Indem die EWU zu einer **Steigerung des Handels** innerhalb der Eurozone geführt hat, sollten sich der Theorie nach auch die damit verbundenen Freihandelsvorteile in größerem Maße eingestellt haben. Mehr Spezialisierung steigert

die Allokationseffizienz. Größenvorteile (und mehr Wettbewerb) senken die Stückkosten und verbessern damit die Produktivität. Eine größere Produktvielfalt erhöht den Konsumnutzen. Ein intensiverer internationaler Wissenstransfer (neben einem höheren Konkurrenzdruck) regt die Innovationstätigkeit an. Wie die Theorie ist auch die empirische Evidenz dazu nicht ganz eindeutig. Sie zeigt jedoch ebenfalls überwiegend positive Wachstumswirkungen einer größeren Handelsoffenheit (Matthes, 2004, 23 ff.; WTO, 2008, 27 ff.).

Da die EWU zu **mehr Direktinvestitionen** in der Eurozone geführt hat, dürfte sie damit auch das Wachstum gefördert haben. Direktinvestitionen können theoretisch einige positive (aber auch negative<sup>21</sup>) Effekte haben. Sie erhöhen (oder erhalten) Kapitalstock, Beschäftigung und Produktivität, tragen über Wissenstransfer zu mehr technischem Fortschritt bei und steigern im Falle von Fusionen und Übernahmen über Restrukturierungen und die Nutzung von Synergien in der Regel die Effizienz der Kapitalallokation. Der empirische Wissensstand dazu ist mit Blick auf die Industrieländer leider dürftig (für einen Überblick: Kose et al., 2006; Vu/Noy, 2007). Die Studien, die vergleichsweise altes Datenmaterial verwenden, weisen nur gemischte Ergebnisse aus. Eine neuere Studie (Vu/Noy, 2007) erkennt dagegen positive Wachstumswirkungen, die sich allerdings nicht auf alle Sektoren erstrecken.

Die durch die EWU verstärkte **Integration der Finanzmärkte** in der Eurozone kann das Wirtschaftswachstum theoretisch vor allem über folgende Kanäle steigern. Eine bessere Kapitalallokation erhöht die Effizienz und Produktivität (Nicodème/Sauter-Leroy, 2004, 174 ff.). Niedrigere Kapitalkosten führen zu steigenden Investitionen. Ein leichter Zugang zur Finanzierung macht es gerade für kleinere Unternehmen einfacher, Gründungs- und Wachstumskapital zu erhalten. Empirisch lässt sich die erwartete Kausalität zwischen der Entwicklung des Finanzmarktes und dem Wirtschaftswachstum in weiten Teilen belegen (Levine, 2005).

Indem die EWU die **Preisstabilität** in der Eurozone gestärkt hat, hat sie verhindert, dass eine übermäßige Preissteigerung wachstumsschädlich wirkt. Theoretisch kann Inflation in erster Linie aus folgenden Gründen problematisch sein. Bei hohen Preissteigerungen kommt es zu Allokationsmängeln sowie geringerer Effizienz und Produktivität, weil es schwieriger wird, relative von allgemeinen Preisänderungen zu unterscheiden. Inflation vermindert zudem tendenziell die Anreize für längerfristigen Kapitalaufbau.<sup>22</sup> Die Vermutung auf Basis der Theorie wird empirisch bestätigt. Eine dauerhafte Erhöhung der Inflation um einen Prozentpunkt lässt die trendmäßige Rate des Wirtschaftswachstums um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte sinken (EZB, 2008b). Da aber nicht beziffert ist, wie stark die

EWU die Inflationsrate im Euroraum gesenkt hat, lässt sich der resultierende indirekte EWU-Wachstumseffekt nicht genau quantifizieren.

Auch für die übrigen indirekten Wachstumswirkungen der EWU, die sich über Handel, Direktinvestitionen und Finanzmarktintegration ergeben haben, liegen bislang keine Studien vor, die diese empirisch berechnen.

## 5 Fazit

Der Zusammenhang zwischen EWU und Wirtschaftswachstum ist komplex und vielfältig (vgl. Übersicht 3.1). Es muss zwischen direkten und indirekten Effekten unterschieden werden, die sich darüber hinaus teils überschneiden oder gegenseitig beeinflussen. Dieses Kapitel diente dem Ziel, mehr Systematik in diese Komplexität zu bringen. Letztlich ist es daher nicht sehr überraschend, dass die bisherigen Erkenntnisse zu den Wachstumseffekten in der Eurozone nur spärlich sind. Das liegt auch daran, dass der zu betrachtende Zeithorizont noch recht kurz ist. Wachstumseffekte bilden sich vollständig erst in längerfristiger Perspektive heraus.

Einzelne Effekte der EWU wurden aber bereits genauer betrachtet. Vor allem die Wirkung auf den Außenhandel lässt sich inzwischen einigermaßen verlässlich auf eine Zunahme im niedrigen einstelligen Prozentbereich quantifizieren, wengleich auch hier noch Ungereimtheiten bleiben. Bei Direktinvestitionen ist die Erkenntnisbasis noch wesentlich dünner. Hier wurde bislang nur darüber Einigkeit erzielt, dass der Effekt insgesamt positiv ist. Dessen Ausmaß wird dagegen noch sehr unterschiedlich eingeschätzt.

Erhebliche Unklarheit herrscht vor allem über die Quantifizierung der indirekten Wachstumseffekte der EWU. Bei den direkten Wirkungen sieht es nicht viel besser aus. Hier sind bislang lediglich folgende Tendenzaussagen möglich: Die Senkung der Transaktionskosten dürfte einen positiven Effekt auf den Wohlstand in Höhe von rund 0,3 bis 0,8 Prozent des BIP in der Eurozone haben. Daneben deuten einige Studien darauf hin, dass der Wegfall der Wechselkursunsicherheit Investitionen und Wachstum begünstigt hat, wengleich hier eine verlässliche Bezifferung noch aussteht.

Eine Reihe von Autoren hat darüber hinaus versucht, den Gesamteffekt der EWU auf das Wirtschaftswachstum zu schätzen. Breuss (2006, 433) hat vorab

im Jahr 1997 – unter Berücksichtigung der Wachstumswirkungen der originären EWU-Effekte – mit einer Modellsimulation prognostiziert, dass die EWU nach rund fünf Jahren zu einer Niveau-Steigerung der Wirtschaftsleistung von 1,7 Prozent führen sollte. Der IWF (1997) hat mit einem ganz ähnlichen Ansatz eine Spanne von plus 3 bis minus 2,5 Prozent geschätzt – für ein optimistisches Reformszenario und eine pessimistische Variante. Im Nachhinein haben bislang offenbar allein Barrell et al. (2008) versucht, die Wachstumseffekte der EWU unabhängig von einzelnen Wirkungskanälen mit einer Ko-Integrationsanalyse ökonometrisch zu quantifizieren. Die Autoren ermittelten, dass die EWU das Niveau der Wirtschaftsleistung längerfristig um rund 2 Prozent in Deutschland, Frankreich, Italien, Belgien und den Niederlanden steigern dürfte. Für die kleineren Länder der Eurozone fanden sie keine signifikanten Wirkungen. Da es sich hierbei noch um ein isoliert stehendes Ergebnis handelt, müssen die Resultate mit entsprechender Vorsicht interpretiert und erst noch durch weitere Studien geprüft werden.

Der Forschungsbedarf über die Wachstumswirkungen der EWU ist also noch groß. Es gilt vor allem, die einzelnen, in dieser Studie systematisch aufgezeigten Wirkungskanäle – soweit methodisch möglich – zu quantifizieren, um ihr relatives Gewicht abschätzen zu können. Dieses Forschungsfeld, das sich durch den wachsenden Datenbestand mit der Zeit besser beackern lässt, wird in Zukunft zweifellos sehr fruchtbar sein.

## Anmerkungen

<sup>1</sup> Nicht betrachtet werden die Vorteile des Euro als internationaler Währung (vgl. Jäger, Kapitel 4, Seite 69 ff.) sowie die Risiken und Nachteile der EWU (vgl. Matthes, Kapitel 7, Seite 119 ff.).

<sup>2</sup> Die Gewinnmargen der Banken bei diesen Geschäften sind nicht als Wohlfahrtsverluste anzusehen (Grassinger, 1998, 103 f.).

<sup>3</sup> Eine modellbasierte Untersuchung (Rodriguez Mendizabal, 2002) beziffert die Ersparnis an reinen Umtauschkosten (ohne durch Währungsschwankungen indizierte Kosten) auf rund 0,7 Prozent der Wirtschaftsleistung der beteiligten Länder.

<sup>4</sup> Allerdings ist eine vollständige Preisangleichung bei Gütern des Endverbrauchs nicht zu erwarten, vor allem da es weiterhin Transportkosten gibt und Unterschiede zum Beispiel bei Steuern, Regulierungen, Konsumentenpräferenzen, Inflationsraten und Vorleistungspreisen von nichthandelbaren Gütern (Di Nino, 2007).

<sup>5</sup> In einem sogenannten Differenz-von-Differenzen-Ansatz werden vier Gruppen gebildet. Eine Gruppe bildet den Handel in der Eurozone ab, die Kontrollgruppen erstens den Handel zwischen der Eurozone und anderen Industrieländern, zweitens die umgekehrte Handelsrichtung sowie, drittens, den Außenhandel der anderen Länder untereinander.

<sup>6</sup> Die empirische Literatur zu Wahrungunionen allgemein hat sich vor allem nach einem bahnbrechenden Artikel von Rose (2000) entwickelt. Rose verwendet ein sogenanntes Gravitationsmodell des Handels, mit dem sich das „normale“ (oder durchschnittliche) Maß des Handels zwischen zwei Ländern bestimmen lässt – vor allem anhand von Indikatoren für die Landergroen und die Entfernung voneinander. Rose ermittelt als handelsschaffenden Effekt einer Wahrungunion einen Wert von 235 Prozent, den folgende Studien durch Korrektur methodischer Fehler aber in der mehrheitlichen Tendenz deutlich nach unten revidierten. Baldwin/Taglioni (2008, 18) bezeichnen die auf Rose (2000) folgende Literatur freilich als Desaster, da sie Ergebnisse zwischen 0 und weit über 1.000 Prozent ermittelt hat.

<sup>7</sup> Ein einheitlicher Zeittrend kann das freilich nicht erreichen, weil dieser einen wichtigen Teil des EWU-Effekts einfangen würde. Wenn Studien mit diesem Ansatz keinen EWU-Handelseffekt ermitteln (Berger/Nitsch, 2005; Bun/Klaassen, 2007 – mit richtiger Spezifikation der Handelsdaten), so sind diese Ergebnisse nicht verlässlich (Baldwin/Taglioni, 2008, 28).

<sup>8</sup> Im Zusammenhang mit einerverstarkten vertikalen internationalen Arbeitsteilung könnten Transaktionskosten theoretisch einen starken (nicht-linearen) Effekt auf den Außenhandel haben, weil Vorleistungsgüter die Grenzen häufig mehrfach überschreiten und die Transaktionskostensenkung die vertikale Arbeitsteilung weiter fördert.

<sup>9</sup> Daneben könnte eine höhere Wettbewerbsintensität durch die EWU Monopolstrukturen aufbrechen und so zu einem höheren Ausbringungs- und auch Handelsvolumen führen. Zu diesem Wirkungskanal liegt allerdings keine explizite Evidenz vor.

<sup>10</sup> Baldwin et al. (2005) zeigen theoretisch, dass der Wegfall der Wechselkursvolatilität nicht-lineare Effekte haben kann, weil die Firmenzahl mit sinkender Größenklasse zunimmt.

<sup>11</sup> Bei einer ebenfalls möglichen Senkung der variablen Handelskosten durch die EWU würden allerdings auch die bestehenden Exportfirmen ihre Ausfuhren steigern und es käme zu einer Handelsumlenkung. Daher stellt dieser Erklärungsansatz vor allem auf die Fixkostensenkung ab. Neben einer höheren Zahl an Exportfirmen kann es so auch dazu kommen, dass Unternehmen, die ihre Waren bislang nur in ein Land ausgeführt haben, nun auf Basis der Einheitswährung zusätzliche Länder der Eurozone beliefern (Baldwin et al., 2008, 114).

<sup>12</sup> Für eine längerfristig wirksame Abwertung der heimischen Währung gelten die aufgezeigten Wirkungskanäle in umgekehrter Richtung.

<sup>13</sup> Das liegt vermutlich teilweise an Problemen mit der theoretischen Fundierung des empirischen Ansatzes (Schivano, 2007), vor allem aber an Datenproblemen (Baldwin/De Santis, 2008, 94 f.). So sind die Daten zu Direktinvestitionen beispielsweise in einigen Ländern nur unvollständig verfügbar,

nach dem Beteiligungsanteil unterschiedlich zu beurteilen, durch Megadeals verzerrt, aufgrund von komplexen Konzernverflechtungen nur schwer realistisch abbildbar und stark von der Börsenentwicklung abhängig. Eine besondere Herausforderung liegt zudem darin, für Einflussfaktoren (zum Beispiel die Börsenentwicklung, die Unternehmensbesteuerung oder die EU-Integration) zu kontrollieren, die eher stärker als die EWU wirken dürften.

<sup>14</sup> Da die Studien von De Sousa/Lochard (2006) und Schiavo (2007) nicht für die Börsenentwicklung kontrollieren, dürften die Ergebnisse verzerrt sein (Coeurdacier et al., 2008). Russ (2007) betrachtet die EWU-Wirkungen nur am Rande, hat aber die zuvor nicht veröffentlichten Detailergebnisse Baldwin/De Santis (2008) zur Verfügung gestellt, die den Artikel von Russ ausführlich betrachten.

<sup>15</sup> Dieser Effekt ist in der Übersicht einzeln dargestellt, da die stärkere Finanzmarktintegration – etwa über günstigere Finanzierungskosten – die Direktinvestitionen innerhalb der Eurozone begünstigt haben dürfte (Coeurdacier et al., 2008). Da es noch erhebliche Unterschiede bei der Regulierung der Finanzmärkte der Eurozone gibt, ist der Integrationsprozess noch bei weitem nicht abgeschlossen.

<sup>16</sup> Einerseits scheint es dazu kaum eine Alternative zu geben, da die EWU-Staaten auf eine eigene Geld- und Wechselkurspolitik verzichten, ihre Fiskalpolitik engen Regeln unterwerfen und untereinander nur wenig Migration zu verzeichnen haben. Andererseits ist es denkbar, dass angebotsseitige Reformen durch die EWU verzögert werden, da vorübergehende Anpassungslasten nicht mehr durch die eigene Geld- und Währungspolitik abgedeckt werden können.

<sup>17</sup> Laut De Grauwe (2007, 73 f.) können Schocks auf Gütermärkten bei einer Währungsunion in einem kleinen Land zu stärkeren Outputschwankungen führen. Somit würde die Unsicherheit, die an der Währungsfront wegfiel, an einer anderen Stelle wieder relevant.

<sup>18</sup> Matthes (2008) gibt einen Überblick über Studien, die den Zusammenhang zwischen einem stärkeren internationalen Konkurrenzdruck und höheren Innovationsanreizen theoretisch und teils auch empirisch unterfüttern.

<sup>19</sup> Auch über einen weiteren Wirkungskanal kommt es aus theoretischer Sicht zu Produktivitätssteigerungen. Mehr Preistransparenz und eine höhere Wettbewerbsintensität führen in dem oben erwähnten neuen Außenhandelsmodell mit heterogenen Firmenproduktivitäten (Melitz, 2003) dazu, dass unproduktive Firmen von produktiveren verdrängt werden. Dieser Prozess der Firmenselektion erhöht die gesamtwirtschaftliche Produktivität und führt zu einer Reduzierung der Kostenaufschläge (Mark-ups) und der Preise. Ottaviano et al. (2007) schätzen diesen Effekt empirisch. Sie ermitteln für Frankreich, dass das Land ohne die Wirkungen der EWU auf die Firmenselektion eine um 5 bis 7 Prozent niedrigere Produktivität hätte.

<sup>20</sup> Die Elemente der Wirkungskanäle werden hier zur besseren Lesbarkeit nicht wie zuvor kursiv markiert. Nicht betrachtet wird der Wachstumseffekt von Strukturereformen (vgl. Nicodème/Sauter-Leroy, 2004), da Abschnitt 3.3. gezeigt hat, dass die EWU hier keine merklichen Wirkungen mit sich gebracht hat (s. Klammern in Übersicht 3.1).

<sup>21</sup> So kann es zu Monopoltendenzen und zur Verdrängung heimischer Investitionen kommen. Außerdem ist es möglich, dass hinter hohen Handelsbarrieren ineffiziente Produktionsstrukturen aufgebaut werden. Solche negativen Wirkungen sind jedoch eher in Entwicklungsländern wahrscheinlich, in denen zudem die Voraussetzungen für die Nutzung des Wissenstransfers und das politisch-institutionelle Umfeld schlechter sind. Eine Vielzahl von empirischen Studien (die vorwiegend Industrie- und Entwicklungsländer gemeinsam betrachten) zeigt, dass Direktinvestitionen in der Tat umso eher das Wirtschaftswachstum steigern, je höher der Entwicklungsstand und gerade auch das Bildungsniveau und die Governance-Qualität der Länder sind (für einen Überblick: Moran et al., 2005; Kose et al., 2006). Das sollte für positive Wachstumswirkungen in den Industrieländern sprechen.

<sup>22</sup> Dazu kann es aus verschiedenen Gründen kommen. Der Realzins steigt, weil es zu einem inflationsbedingten Risikoaufschlag kommt. Die mit der Inflation erfahrungsgemäß einhergehenden größeren makroökonomischen Schwankungen erhöhen die Unsicherheit und senken damit die Investitionsanreize. In dieselbe Richtung wirkt die Tatsache, dass Inflation die Steuerlast auf Unternehmensinvestitionen erhöht.

## Literatur

**Allington, Nigel / Kattuman, Paul A. / Waldmann, Florian A.**, 2005, One Market, One Money, One Price?, in: *International Journal of Central Banking*, Vol. 1, No. 3, S. 73–115

**Bagella, Michele / Becchetti, Leonardo / Hasan, Iftekhhar**, 2004, The anticipated and concurring effects of EMU: exchange rate volatility, institutions and growth, in: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23, No. 7-8, S. 1053–1080

**Baldwin, Richard**, 2006, The Euro's Trade Effects, ECB Working Paper Series, No. 594, Frankfurt am Main

**Baldwin, Richard / De Santis, Roberto A.**, 2008, The impact of the euro on foreign direct investment and cross-border mergers and acquisitions, in: Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria (Hrsg.), *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy, Economic Papers, No. 321, Brüssel, S. 93–110

**Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia**, 2008a, Trade pricing effects of the euro, in: Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria (Hrsg.), *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy, Economic Papers, No. 321, Brüssel, S. 45–58

**Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia**, 2008b, The newly-traded goods hypothesis: evidence from trade data, in: Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria (Hrsg.), *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy, Economic Papers, No. 321, Brüssel, S. 76–92

**Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria** (Hrsg.), 2008, *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy, Economic Papers, No. 321, Brüssel

**Baldwin, Richard / Fontagné, Lionel**, 2008, Firm level evidence on the euro's trade effect, in: Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria (Hrsg.), *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy, Economic Papers, No. 321, Brüssel, S. 59–75

**Baldwin, Richard / Skudelny, Frauke / Taglioni, Daria**, 2005, Trade effects of the euro – Evidence from sectoral data, ECB Working Paper Series, No. 594, Frankfurt am Main

**Baldwin, Richard / Taglioni, Daria**, 2004, Positive OCA criteria: microfoundations for the Rose effect, URL: [http://www.ceres-uy.org/rin2004/pdfs/OCA\\_Taglioni.pdf](http://www.ceres-uy.org/rin2004/pdfs/OCA_Taglioni.pdf) [Stand: 2008-08-10]

**Baldwin, Richard / Taglioni, Daria**, 2008, The Rose effect: The euro's impact on aggregate trade flows, in: Baldwin, Richard / Di Nino, Virginia / Fontagné, Lionel / De Santis, Roberto A. / Taglioni, Daria, *Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment*, European Economy, Economic Papers, No. 321, Brüssel, S. 9–44

**Barrell, Ray / Gottschalk, Sylvia / Holland, Dawn / Khoman, Ehsan / Liadze, Iana / Pomerantz, Olga**, 2008, The impact of EMU on growth and employment, European Economy, Economic Papers, No. 318, Brüssel

- Berger**, Helge / **Nitsch**, Volker, 2005, Zooming out: The trade effect of the euro in historical perspective, CESifo Working Paper, No. 1435, München
- Berthou**, Antoine / **Fontagné**, Lionel, 2008, The euro and the intensive and extensive margin of trade: evidence from french firm level data, Paris
- Böwer**, Uwe / **Guillemineau**, Catherine, 2006, Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries, ECB Working Paper, No. 587, Frankfurt am Main
- Bruess**, Fritz, 2006, Monetäre Außenwirtschaft und Europäische Integration, Frankfurt am Main u. a. O.
- Bun**, Maurice J. G. / **Klaassen**, Frank J. G. M., 2007, The euro effect on trade is not as large as commonly thought, in: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 69, No. 4, S. 473–496
- Coeurdacier**, Nicolas / **De Santis**, Roberto A. / **Aviat**, Antonin, 2008, Cross-border mergers and acquisitions: financial and institutional forces, URL: [http://www.tcd.ie/iiis/pages/events/papers\\_norface/CDA\\_April2008.pdf](http://www.tcd.ie/iiis/pages/events/papers_norface/CDA_April2008.pdf) [Stand: 2008-08-08]
- De Grauwe**, Paul, 2007, Economics of monetary union, New York
- De Nardis**, Sergio / **De Santis**, Roberta / **Vicarelli**, Claudio, 2008, The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?, Economics Discussion Paper, No. 17, URL: <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2008-17> [Stand: 2008-08-08]
- De Sousa**, José / **Lochard**, Julie, 2006, Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach, University of Paris 1, Paris
- Di Nino**, Virginia, 2007, Pricing to the euro market, HEI Working Paper, No. 10, Genf
- Dumke**, Rolf H. / **Juchems**, Alexander / **Sherman**, Heidemarie C., 1997, Währungsvielfalt behindert Vollendung des Binnenmarktes, in: ifo Schnelldienst, 50. Jg., Nr. 9, S. 3–18
- Duval**, Romain / **Elmeskov**, Jorgen, 2006, The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets, ECB Working Paper, No. 596, Frankfurt am Main
- EG-Kommission** – Kommission der Europäischen Gemeinschaften, 1990, Ein Markt, eine Währung, Europäische Wirtschaft, Nr. 44, Brüssel
- EU-Kommission** – Europäische Kommission, 2002, European integration and the functioning of product markets, European Economy, Special report, No. 2/2002, Brüssel
- EU-Kommission**, 2008a, Zehnjähriges Bestehen des Euro – 10 Erfolgsgeschichten, Brüssel
- EU-Kommission**, 2008b, EMU@10 – Successes and challenges after 10 years of EMU, European Economy, No. 2, Brüssel
- EZB** – Europäische Zentralbank, 2008a, 1998–2008 – 10 Jahre EZB, EZB-Monatsbericht, Sonderausgabe, Frankfurt am Main
- EZB**, 2008b, Preisstabilität und Wachstum, in: EZB-Monatsbericht, Mai, Frankfurt am Main, S. 79–92

- Flam**, Harry / **Nordstrom**, Hakan, 2007, Explaining large euro effects on trade: the extensive margin and vertical specialisation, URL: <http://www.iies.su.se/~flamh/Version20070827.pdf> [Stand: 2008-08-08]
- Fröhlich**, Hans-Peter, 1992, Geldwertstabilität in der Europäischen Währungsunion, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln, Nr. 201, Köln
- Grassinger**, Robert, 1998, Nutzen und Kosten einer Währungsunion: Wohlfahrtseffekte eines gemeinsamen Geldes, Baden-Baden
- Gros**, Daniel, 1996, Germany's stake in exchange rate stability, in: *Intereconomics*, Vol. 31, No. 5, S. 236–240
- Hankel**, Wilhelm / **Nölling**, Wilhelm / **Schachtschneider**, Karl-Albrecht / **Starbatty**, Joachim, 1998, Die Euro-Klage: Warum die Währungsunion scheitern muss, Hamburg
- IWF** – Internationaler Währungsfonds, 1997, *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington D. C.
- Kose**, Ayhan M. / **Prasad**, Eswar S. / **Rogoff**, Kenneth / **Wei**, Shang-Jin, 2006, Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper, No. 06/189, Washington D. C.
- Krugman**, Paul / **Obstfeld**, Maurice, 2008, *International Economics*, Boston u. a. O.
- Lane**, Philip R., 2006, The real effects of EMU, CEPR Discussion Paper, No. 5536, London
- Leibenstein**, Harvey, 1966, Allocative Efficiency and X-Efficiency, in: *American Economic Review*, Vol. 56, No. 3, S. 392–415
- Levine**, Ross, 2005, Finance and Growth: Theory and Evidence, in: Aghion, Philippe / Durlauf, Steven N. (Hrsg.), *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, Part 1, Amsterdam, S. 865–934
- Matthes**, Jürgen, 2004, Entwicklungsländer: Ökonomische Performance und Erfolgsstrategien im Zeitalter der Globalisierung, IW-Analysen, Nr. 6, Köln
- Matthes**, Jürgen, 2008, Globalisierung: Ursache zunehmender Lohnungleichheit?, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.), *Die Zukunft der Arbeit in Deutschland*, Köln, S. 31–63
- Melitz**, Marc J., 2003, The impact of trade on intraindustry reallocation and aggregate industry productivity, in: *Econometrica*, Vol. 71, No. 6, S. 1695–1725
- Moran**, Theodore H. / **Graham**, Edward M. / **Blomström**, Magnus, 2005, Does foreign direct investment promote development?, Washington D. C.
- Nicodème**, Gaetan / **Sauter-Leroy**, Jacques-Bernard, 2004, Product market reforms and productivity: a review of the theoretical and empirical literature on the transmission channels, *European Economy, Economic Paper*, No. 218, Brüssel
- Ochel**, Wolfgang, 1996, Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion – Chancen und Risiken, in: ifo Schnelldienst, 49. Jg., Nr. 9, S. 21–34
- Ottaviano**, Gianmarco / **Taglioni**, Daria / **Di Mauro**, Filippo, 2007, Deeper, wider and more competitive? ECB Working Paper, No. 847, Frankfurt am Main

- Petroulas**, Pavlos, 2007, The effect of the euro on foreign direct investment, in: *European Economic Review*, Vol. 51, No. 6, S. 1468–1491
- Rodriguez Mendizabal**, Hugo, 2002, Monetary union and the transaction cost savings of a single currency, in: *Review of International Economics*, Vol. 10, No. 2, S. 263–277
- Rose**, Andrew K., 2000, One money, one market: estimating the effect of common currencies on international trade, in: *Economic Policy*, Vol. 33, No. 3, S. 9–45
- Russ**, Kathryn N., 2007, Exchange rate volatility and first-time entry by multinational firms, NBER Working Paper, No. 13659, Cambridge (Mass.)
- Schiavo**, Stefano, 2007, Common currencies and FDI flows, *Oxford Economic Papers*, Vol. 59, Issue 3, S. 536–560
- Sievert**, Olaf, 1997, Währungsunion und Beschäftigung, in: Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 9, 14. Februar, S. 6–14
- Vu**, Tam Bang / **Noy**, Ilan, 2007, Sectoral analysis of foreign investment and growth in the developed countries, Working Paper, No. 07-25, University of Hawaii-Manoa, Hawaii
- WTO** – World Trade Organization, 2008, *World Trade Report 2008: trade in a globalizing world*, Genf



## Kapitel 4

Manfred Jäger

# Die gemeinsame Währung und die Finanzmärkte

### Inhalt

1	Einleitung	70
2	Das Wechselkursrisiko	72
3	Geldmarkt und Anleihenmärkte	74
3.1	Geldmarkt	74
3.2	Anleihenmärkte	76
4	Der Markt für Bankdienstleistungen	81
5	Fazit	83
	Literatur	84

# 1

## Einleitung

Der Euro ist die am weitesten reichende politisch induzierte Finanzmarktinnovation seit dem Ende von Bretton Woods (Jappelli/Pagano, 2008, 2). Durch die Einführung einer einheitlichen Währung in einem Wirtschaftsraum, welcher der Größe nach mit den Vereinigten Staaten vergleichbar ist, ergibt sich die Chance auf einen integrierten Finanzplatz, der mit dem Finanzplatz USA auf Augenhöhe konkurrieren kann. Die kleinen Volkswirtschaften ziehen daraus einen nahezu unschätzbaren Vorteil: Sie können auf einem großen Finanzplatz ohne Währungsrisiko Finanzkontrakte abschließen, also sich verschulden oder investieren.

Viele Finanzmarktinnovationen sind in der Finanzmarktkrise 2007/2008 diskreditiert worden. Für den Euro kann das nicht gelten. Gerade die aktuelle Finanzmarktkrise zeigt den großen Vorteil der gemeinsamen Währung. Zweifellos hätte Europa andernfalls nicht nur mit einer Finanzkrise zu kämpfen, sondern gleichzeitig mit massiven Währungskrisen. Die Verwerfungen, die mit Währungskrisen verbunden sind, kämen dann für etliche Länder zu den aktuellen Problemen hinzu. Noch wichtiger ist dieser Punkt: Eine Koordinierung der politischen Maßnahmen, wie sie im Oktober 2008 stattfand, wäre mit unterschiedlichen Währungen erschwert oder unmöglich gewesen. Es ist dementsprechend kein Zufall, dass Polen gerade jetzt seine Überlegungen zum Beitritt in das Währungsgebiet präzisiert (Financial Times, 2008). Die Währungen der Transformationsländer Polen, Ungarn und Tschechien sind im Herbst 2008 deutlich unter Druck geraten. Da diese Länder in einem nicht unerheblichen Umfang ausländische Kredite – teilweise auch in Euro fakturiert – zur Finanzierung ihrer Transformation nutzen, sehen sie sich vor zusätzliche Herausforderungen gestellt. Die wären ihnen erspart geblieben, wenn sie schon zur Eurozone gehören würden.

Wenn mehrere Währungen durch eine neue gemeinsame ersetzt werden, dann hat das einen unmittelbaren Finanzmarkteffekt: Das Wechselkursrisiko, das ein Anleger bei einer Investition in einem anderen Land hatte, entfällt innerhalb der Währungsunion. Wenn ein deutscher Anleger in der Europäischen Währungsunion (EWU) staatliche oder Unternehmensanleihen erwerben will, kann er französische Anleihen kaufen, ohne ein Wechselkursrisiko einzugehen. Im Prinzip ähnliche Wertpapiere (staatliche Anleihen) wurden vor der Währungsunion auf segmentierten Märkten gehandelt. Mittlerweile findet der Handel mit staatlichen Anleihen fast aller Länder des Euroraums auf Märkten statt, die für diese Wertpapiere nahezu perfekt integriert sind (dazu mehr in Abschnitt 3).

Zu diesem Aspekt, der bei jeder Währungsunion entsteht, kommt im Fall des Euro ein weiterer hinzu: Viele der ersetzten Währungen waren vor der EWU keine binnenstabilen Währungen. Das heißt: Die Inflationsraten waren – verglichen beispielsweise mit der deutschen Inflationsrate – höher und volatiler. Die institutionellen Rahmenbedingungen des Euro wurden erheblich vom deutschen Modell geprägt. Deshalb – und weil bei der Verfassung des Eurosystems die Preisstabilität betont wurde – ist der Euro eine binnenstabile Währung. Damit hat sich für Länder, die vor der Einführung des Euro relativ binneninstabile Währungen hatten, die Volatilität der Inflationsraten nennenswert reduziert. Für Anleger ist letztlich die reale Verzinsung ausschlaggebend. Die reale Verzinsung ergibt sich näherungsweise aus der nominalen Verzinsung abzüglich der Inflationsrate. Da der überwiegende Anteil der festverzinslichen Wertpapiere auf nominale Zinsen abstellt, trägt der Erwerber einer Anleihe letztlich das Inflationsrisiko und wird eine Risikoprämie verlangen. Mit einer gesunkenen Volatilität der Inflation verringert sich die Risikoprämie für das Inflationsrisiko. Finanzierungskosten fallen dadurch wesentlich geringer aus.

Die staatlichen Anleihen der Länder mit binneninstabilen Währungen waren früher einem hohen Inflationsrisiko ausgesetzt. Die Bürger dieser Länder können nun in staatliche Anleihen, also in Anleihen mit geringem oder sogar vernachlässigbarem Ausfallrisiko investieren und müssen dafür nur ein vergleichsweise geringeres Inflationsrisiko in Kauf nehmen. Investoren, die diesem Risiko früher ausweichen wollten, konnten zwar in staatliche Anleihen mit binnenstabilen Währungen investieren. Diese Strategie generierte allerdings nur dann einen Inflationsschutz, wenn die Wechselkursabwertung das Inflationsrisiko genau ausgeglichen hätte.

Die Tatsache, dass der Euro binneninstabile Währungen ersetzt hat, verringert auch das langfristige Wechselkursrisiko für Investoren außerhalb des Währungsraums. Sie profitieren davon, dass Länder mit ehemals binneninstabiler Währung nun eine stabile Währung haben. Langfristig beeinflusst die Differenz der Inflationsraten wesentlich den Wechselkurs. Langfristig sollte der Wechselkurs dem relativen Preisniveau entsprechen (Theorie der Kaufkraftparität). Wenn die Währung eines Ziellandes binneninstabil ist, dann impliziert das eine relativ hohe Unsicherheit über das langfristige Preisniveau und dementsprechend eine relativ hohe Unsicherheit über den langfristigen Wechselkurs.

Warum ist die gemeinsame Währung ein Finanzmarktthema? Der erste Eindruck täuscht: An Finanzmärkten geht es nicht primär ums Geld. Investoren sind letztlich an der realen Verzinsung ihrer investierten Mittel interessiert und nicht an Geld an und für sich. Die wichtigsten – jedenfalls viele – Finanzkontrakte

lauten aber auf eine Währung und nicht auf Gütereinheiten; geschweige denn auf einen gewünschten (zustandsabhängigen) Güterkorb. Finanzkontrakte, die auf Güterkörbe oder spezielle Güterarten lauten, sind zwar durchaus verbreitet, aber die wichtigsten Kontrakte nutzen den gemeinsamen Nenner Geld. Geld hat sich also nicht nur beim Güterhandel als effektives Tauschmittel und bequeme Rechnungseinheit durchgesetzt, sondern auch auf den Finanzmärkten. Aus diesem Grund ist die Währung für den Finanzmarkt wichtig. Wenn eine neue Währung mehrere alte Währungen ersetzt, dann können sich daraus wegen des größeren Finanzplatzes mit derselben Währung Skalenvorteile ergeben. Es ist denkbar, dass sich solche Skalenvorteile nicht für Volkswirtschaften beliebiger Größe ergeben. Im Fall der Europäischen Währungsunion kann man zu Recht vermuten, dass viele Volkswirtschaften zu klein sind, um auf inländischer Basis und bei eigener Währung bestimmte Finanzkontrakte effektiv schöpfen zu können. Anleger eines solchen kleinen Landes, die diversifiziert investieren wollen, ohne sich dem speziellen Problem eines Währungsrisikos auszusetzen, sind in ihren Wahlmöglichkeiten eingeschränkt. Akteure, die Anleihen emittieren wollen, müssen sich entscheiden, ob sie Anleihen in der eigenen Währung emittieren oder ob sie Fremdwährungsanleihen verwenden. Wenn sie sich für das Zweite entscheiden, dann tragen sie das Währungsrisiko. Wenn sie sich für Anleihen in der eigenen Währung entscheiden, dann tragen die Investoren das Währungsrisiko. Diese werden Letzteres insbesondere bei kleinen Ländern mit eigener Währung tendenziell meiden.

Die Rolle des Währungsrisikos für die Finanzmärkte wird in Abschnitt 2 beleuchtet. Anschließend werden in Abschnitt 3 der Geldmarkt (von spezieller Bedeutung für die Geldpolitik) und die Anleihenmärkte (von besonderer Bedeutung für Anleger und Unternehmen) diskutiert. Abschnitt 4 beschäftigt sich mit dem Markt für Bankdienstleistungen und den grenzüberschreitenden Bankschulden. Ein knappes Fazit folgt in Abschnitt 5.

## 2

## Das Wechselkursrisiko

Dass ein Investor durch ein Engagement im Ausland ein Wechselkursrisiko eingeht, ist offenkundig. Wie hoch dieses Risiko vor der EWU war, soll hier für einige Länder des heutigen Euroraums dokumentiert werden. Wir untersuchen die folgende Anlagestrategie: Ein Investor aus dem Land X investiert in staatliche

Anleihen des Landes Y mit einer Laufzeit von drei Monaten. Das Risiko dieser Anlage besteht ausschließlich aus dem Wechselkursrisiko, da die Ausfallraten bei den betrachteten Investitionen vernachlässigt werden können und die Halte-dauer mit der Restlaufzeit übereinstimmt. Es gibt also kein Zinsänderungsrisiko. Berechnet werden soll das Risiko der Anlage, das durch die Standardabweichung erfasst wird. Andere Risikokennziffern, die sich beispielsweise am Value-at-Risk oder am Conditional Value-at-Risk orientieren, sind einerseits aussagekräftiger, andererseits aufwendiger zu beschreiben. Aus letzterem Grund werden sie hier nicht besprochen. Das berechnete Risiko der Anlage wird anschließend mit Renditen und Renditeunterschieden verglichen, um die quantitative Bedeutung des Wechselkursrisikos einzuordnen.

Die Rendite der Anlage im Ausland beträgt

$$r_{Y,t} - \frac{E_{XY,t+1} - E_{XY,t}}{E_{XY,t}},$$

wobei mit  $r_{Y,t}$  der Zins der Investition in der Y-Währung bezeichnet wird und mit  $E_{XY,t}$  der XY-Wechselkurs der X-Währung mit der Einheit Y-Währung/X-Währung. Das heißt,  $E_{XY,t}$  ist der Preis der X-Währung ausgedrückt in der Y-Währung. Dementsprechend ist

$$\hat{E}_{XY} - \frac{E_{XY,t+1} - E_{XY,t}}{E_{XY,t}}$$

die Aufwertung der X-Währung relativ zur Y-Währung, die für den Investor einen unsicheren Renditeabzug generiert. Die Kennziffer, die später für die Länder Frankreich, Spanien und Italien berechnet wird, ist  $\sigma(\hat{E}_{XY})$ . Die X-Währung ist die D-Mark. Die Interpretation ist die folgende: Die Standardabweichung kann als die typische Abweichung interpretiert werden. Mit einer nicht zu vernachlässigenden Wahrscheinlichkeit (68,2 Prozent, wenn eine Normalverteilung vorliegt) ist die Aufwertung größer als  $\sigma(\hat{E}_{XY})$ .

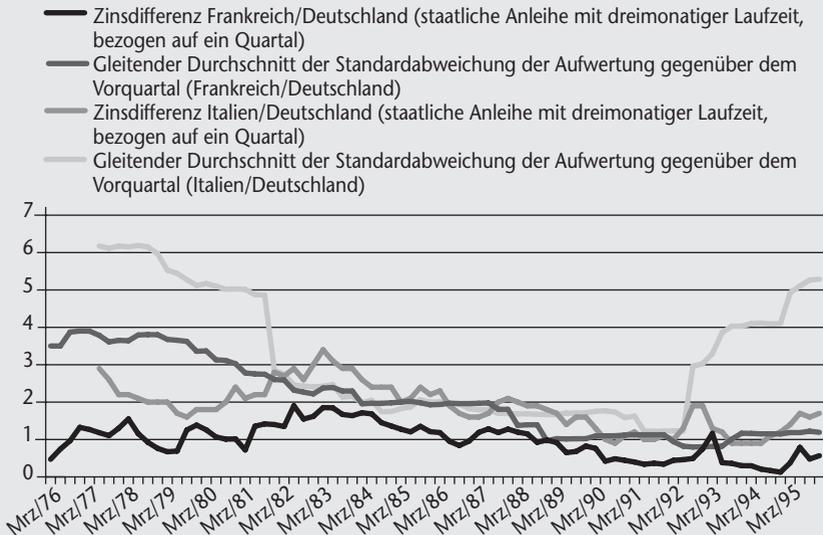
In Tabelle 4.1 sind die Standardabweichungen für die Zeiträume 1970–1990 und 1970–1995 angegeben. Diese Standardabweichungen sind größer als typischerweise die entsprechenden Zinsen (je Quartal). Das heißt, der typische Schock in einem Quartal ist größer als die „eigentliche“ Rendite. Die entspricht dem Geldzins, der im Finanzkontrakt angegeben ist. Das Risiko ist zudem rund zweimal so groß wie die typische Zinsspanne. Es ist offensichtlich, dass das Risiko im Vergleich zu den Zinsen und erst recht im Vergleich zu der Zinsspanne

**Wechselkursrisiko** Tabelle 4.1  
Standardabweichung der Aufwertung gegenüber dem Vorquartal

	1970–1990	1970–1995
Frankreich	2,5	2,4
Spanien	4,6	4,4
Italien	3,8	4,2

Quellen: Deutsche Bundesbank, 2008; eigene Berechnungen

## Zinsspannen und Wechselkursrisiken vor der EWU Abbildung 4.1



Quellen: Deutsche Bundesbank, 2008; IWF, 2008; eigene Berechnungen

nennenswert ist. Abbildung 4.1 zeigt den Verlauf des Risikos und des Zinsunterschieds zwischen französischen (italienischen) und deutschen staatlichen Anleihen im Zeitablauf. Die Relation zwischen Risiko und Zinsspanne variiert, ist aber stets signifikant. Für Frankreich erkennt man einen gemeinsamen Trend von Zinsspanne und Wechselkursrisiko. Auffällig ist, dass Mitte 1995 die Relation zwischen Risiko und Renditespanne groß war.

Aus den Betrachtungen geht hervor, dass das Wechselkursrisiko die Integration der Märkte für staatliche Anleihen verschiedener Länder erschwert und höchstwahrscheinlich sogar zu einer Segmentierung der Märkte führt.

# 3

## Geldmarkt und Anleihemärkte

### 3.1 Geldmarkt

Für die Geldpolitik der EZB ist der Euro Overnight Index Average (EONIA) der wichtigste Anknüpfungspunkt (vgl. Busch/Jäger, Kapitel 1, Seite 7). Dementsprechend sollte man die Integration der Finanzmärkte zunächst am Geldmarkt

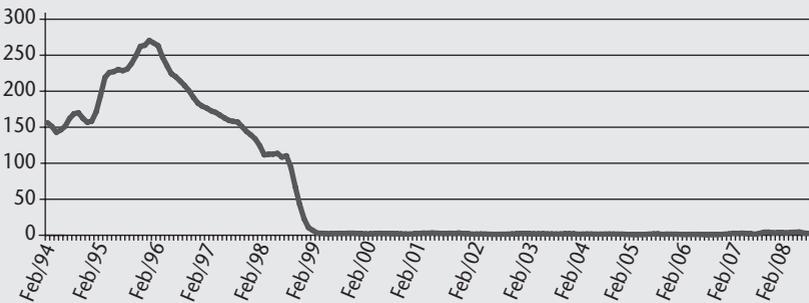
überprüfen. Die Banken des Euroraums leihen beziehungsweise entleihen am Interbankenmarkt Zentralbankguthaben. Dabei unterscheiden sich naturgemäß die Zinsen je nach Institut und möglicherweise auch danach, in welchem Land das Institut sitzt. Ein wichtiger Lackmustest für die reibungslose Durchführung der Geldpolitik ist die Integration dieses Marktes. Wenn dieser Markt nicht integriert wäre, dann würde das die Geldpolitik verzerren. Schließlich funktioniert die Geldversorgung nach dem Prinzip der kommunizierenden Röhren und diese Kommunikation wäre gestört, wenn es im Euroraum bedeutende Abweichungen der Übernachtzinsen gäbe. Da im Querschnitt über die Länder der Eurozone die Standardabweichung dieser Zinsen typischerweise weniger als 3 Basispunkte beträgt, kann man von einer nahezu perfekten Integration ausgehen. Selbst im

## Integration des Interbankenmarktes für Übernachtkredite

Abbildung 4.2

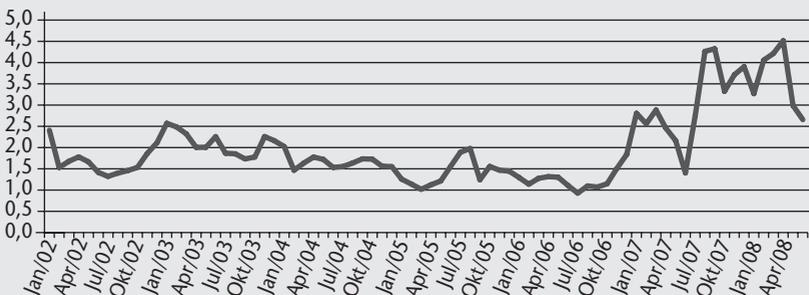
### a) Standardabweichung (Querschnitt) der durchschnittlichen unbesicherten Interbankenkreditzinsen: 1994–2008

Gleitender 61-Tage-Durchschnitt, in Basispunkten



### b) Standardabweichung (Querschnitt) der durchschnittlichen unbesicherten Interbankenkreditzinsen: 2002–2008

Gleitender 61-Tage-Durchschnitt, in Basispunkten



Quelle: EZB, 2008d

Jahr 2007 – also während der Finanzmarktkrise – lag die Streuung bei unter 4,5 Basispunkten. Sie war damit zwar merklich höher als vor der Finanzkrise, aber noch immer nahezu bedeutungslos (Abbildung 4.2, Teil b). Abbildung 4.2, Teil a zeigt die beeindruckende (preisliche) Integration des Interbankenmarktes, die unmittelbar mit dem Beginn der Europäischen Währungsunion begann.

Die sehr geringe Streuung der Übernachtzinsen suggeriert eine perfekte Integration des Marktes für Interbankenübernachtungskredite. In der Tat ist die preisliche Integration der wichtigste Indikator. Allerdings deutet die relativ begrenzte Vergabe von kurzfristigen Krediten über Landesgrenzen hinweg (EZB, 2008a, 12) auf eine verbleibende Segmentierung hin, die bisher jedoch keine Preiseffekte erzeugt hat. Dass Letzteres auch während der Finanzkrise so geblieben ist, spricht für die Integration des Geldmarktes der Eurozone. Für diese Behauptung gibt es weitere Belege. Obwohl die Finanzmarktkrise gerade den Interbankenmarkt getroffen hat, zeigen sich auch beim Euribor (Zinssatz für unbesicherte Interbankencredite verschiedener Laufzeiten) oder Eurepo (Zinssatz für besicherte Interbankencredite verschiedener Laufzeiten) nur geringe Anzeichen einer Desintegration. Die Streuung des Euribor für Interbankencredite mit einer Laufzeit von einem Monat lag im Dezember 2007 (Juni 2008) bei knapp 1,6 Basispunkten (0,93 Basispunkten). Verglichen mit der Phase vor der Krise liegt dieser Satz rund einen Basispunkt höher, ist aber deutlich niedriger als vor der Europäischen Währungsunion, als diese Streuung bei über 1 Prozentpunkt lag. Ähnliches gilt mutatis mutandis für den Euribor der Laufzeit von zwölf Monaten sowie für die Eurepo für die Laufzeiten von einem Monat und zwölf Monaten.

### 3.2 Anleihemärkte

Für die Europäische Zentralbank ist die Integration des Geldmarkts von unmittelbarer Bedeutung, da sie über diesen Markt ihre Geldpolitik umsetzt. Für die Regierungen der Euroländer und die Investoren ist besonders die Integration der Märkte für staatliche Anleihen wichtig. Für die Regierungen versteht sich das von selbst, da sie sich über diesen Markt verschulden. Für die Anleger ist die Integration jedoch ebenfalls relevant. Sparer nutzen staatliche Anleihen zur Risikobegrenzung ihrer Portfolios – entweder direkt oder indirekt über Intermediäre wie etwa Versicherungen und Banken. Darüber hinaus ist das Finanzsystem als Ganzes auf eine ausreichende Versorgung mit staatlichen (das heißt nahezu ausfallsicheren und dementsprechend liquiden) Wertpapieren angewiesen. Beispielsweise benötigen Finanzmarktintermediäre und Unternehmen bestimmte Instrumente zur Liquiditätsabsicherung. Staatliche Wertpapiere können diese Funktion besonders gut übernehmen.

Das sichtbarste Merkmal der Integration der Märkte für staatliche Anleihen ist die enorme Reduktion der Streuung der Renditen. Während vor der EWU zwischen Staatsanleihen heutiger Euroländer regelmäßig Zinsdifferenziale von mehr als 150 Basispunkten vorlagen, sind seit der Währungsunion Zinsunterschiede zwischen 10 und 20 Basispunkten die Regel (Abbildung 4.3).

Die Zinsdifferenziale vor der Europäischen Währungsunion luden damals zum Fremdwährungsengagement ein. Die Attraktivität dieses Kalküls lässt sich zurzeit in Ländern außerhalb des Euroraums beobachten: Viele Polen beispielsweise verschulden sich für den Immobilienerwerb zu einem erheblichen Teil in Euro oder in Schweizer Franken, da die Zinsen in Polen höher sind (Jäger, 2008). Solche Fremdwährungsgeschäfte bedeuten aber andererseits, dass der Investor letztlich gegen seine eigene Währung wetten muss. Deren Aufwertung kann nämlich den Renditeunterschied leicht aufzehren und schlimmstenfalls erhebliche Einbußen erzeugen. Tatsächlich sind Fremdwährungskredite oft Teil einer Finanzmarktkrise.

Wie auf dem Geldmarkt hat die Finanzkrise auch auf den Anleihemärkten Spuren hinterlassen. Bis zum Juni 2008 blieben diese jedoch relativ begrenzt. Im Herbst 2008 kam es dagegen zu einer massiven Verspannung an den Anleihemärkten, sodass beispielsweise die staatlichen Anleihen von Griechenland und Italien eine deutliche höhere Rendite (teilweise über 100 Basispunkte) aufwiesen als deutsche Staatsanleihen. Zum einen kann dies mit einem panischen Sicherheitsbedürfnis und einer damit einhergehenden Fehlbewertung deutscher Anleihen im Vergleich zu anderen Anleihen erklärt werden. Zum anderen liegt dies an der noch immer unvollkommenen Integration der Anleihemärkte. Allerdings kann man die aktuellen Wertpapierpreise nur bedingt als Gradmesser für die Integration nutzen.

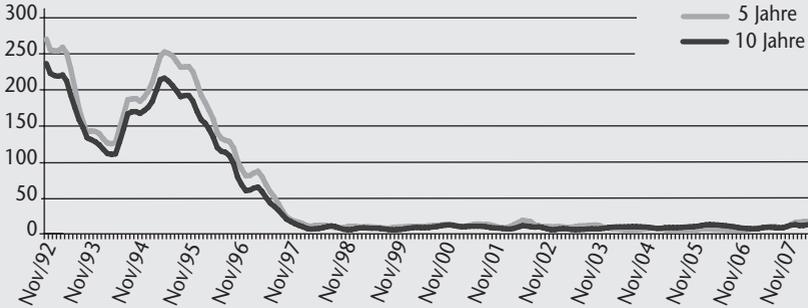
Mit der Integration des Marktes für staatliche Anleihen sollte sich ein Skalenvorteil einstellen und sich dementsprechend eine Bedeutungsverschiebung auf den globalen Anleihemärkten ergeben. Als Indikator für die Bedeutung des Euro auf den internationalen Finanzmärkten ist der Anteil der auf Euro lautenden verbrieften Schuldtitel an allen solchen Wertpapieren geeignet. Dabei muss man beachten, wie internationale Wertpapiere definiert sind. Die EZB unterscheidet zwischen einer „engen“ und „breiten“ Definition (EZB, 2008b, 15). Bei der eng gefassten Definition werden Wertpapiere einbezogen, die auf eine Währung lauten, die nicht die Währung des Emittenten ist. Die breit gefasste Definition umfasst auch Wertpapiere, die auf die Währung des Emittenten lauten, aber an internationale Investoren gerichtet sind. Diese Wertpapiere sind im Kontext des Euro von besonderer Bedeutung. Das wird im folgenden Beispiel deutlich. Wert-

## Streueung der Renditen staatlicher Anleihen

Abbildung 4.3

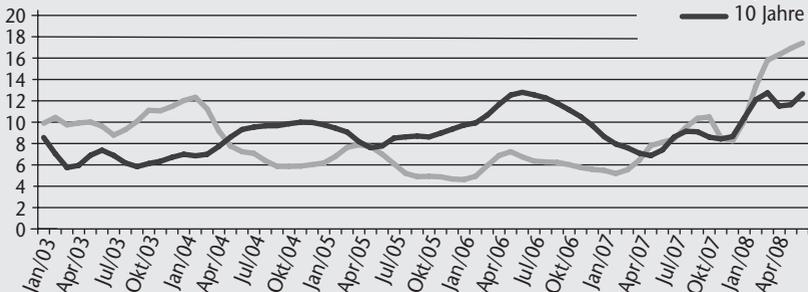
a) Standardabweichung (Querschnitt) der durchschnittlichen Rendite staatlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von fünf beziehungsweise zehn Jahren: 1992–2007

Gleitender 61-Tage-Durchschnitt, in Basispunkten



b) Standardabweichung (Querschnitt) der durchschnittlichen Rendite staatlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von fünf beziehungsweise zehn Jahren: 2003–2008

Gleitender 61-Tage-Durchschnitt, in Basispunkten



Quelle: EZB, 2008d

papiere, die in Spanien für den internationalen Investor geschöpft werden, sind in Euro notiert. Würde man sie nicht als internationale Wertpapiere erfassen, ließe man einen wesentlichen Vorteil der Europäischen Währungsunion außer Acht. Denn die Erschließung deutscher Anleger beispielsweise für spanische Emittenten stellt einen wichtigen Vorzug dar. Das gilt insbesondere auch für Unternehmensanleihen. Schließlich sollte man auch die Bedeutung des Euro als Währung von Wertpapieren insgesamt erfassen. Nach diesen Kriterien abgestuft ergibt sich folgendes Bild: Im Jahr 2007 lauteten eng gefasst 32,2 Prozent der verbrieften internationalen Schuldtitel auf Euro und 43,2 Prozent auf US-Dollar. In der breiten Definition übertrifft der Euro sogar den US-Dollar: 48,5 Prozent lauteten auf Euro und 34,9 Prozent auf US-Dollar. Insbesondere an diesem

Indikator zeigt sich der Bedeutungsgewinn des Euro. Im Jahr 1995 betrug der Anteil der Euro-Vorgängerwährungen zusammen nur 27,3 Prozent der entsprechenden internationalen Wertpapiere. Gemessen an dieser Kennziffer ist die Bedeutung der Eurozone also um 21,1 Prozentpunkte gestiegen.

Die breite Fassung der Definition der internationalen Wertpapiere übertreibt allerdings die globale Bedeutung der auf Euro lautenden Anleihen. Wenn man alle (internationalen und nationalen) derartigen Wertpapiere betrachtet, dann ist der US-Dollar weiterhin die wichtigste Währung. Der amerikanische Finanzmarkt ist riesig. Dementsprechend gleichen die nationalen – das heißt die in den USA für den heimischen Markt emittierten Wertpapiere – den Vorsprung des Euro wieder aus. Bei allen verbrieften Schuldtiteln lauten immerhin 29,7 Prozent auf Euro und 40,5 Prozent auf US-Dollar. Zudem haben sich die Verhältnisse seit Beginn der EWU relativ zugunsten des Euro verschoben (Tabelle 4.2).

Der dank der einheitlichen Währung größer gewordene Finanzplatz ist möglicherweise für die Unternehmensfinanzierung noch wichtiger als für die Finanzierung staatlicher Anleihen. Man darf zu Recht bezweifeln, ob der Finanzmarkt selbst mittelgroßer Volkswirtschaften der Eurozone eine für Unternehmensanleihen ausreichende Größe hätte. Der Euro hat daher maßgeblich dazu beigetragen, dass das Volumen der Unternehmensanleihen aus den Ländern, die jetzt den Euroraum definieren, erheblich gewachsen ist. Vor der Einführung des Euro gab es hier Unternehmensanleihen in Höhe von rund 30 Prozent des BIP. Mit der Einführung des Euro kam es zu einem signifikanten Trendwechsel: Im Jahr 2005 machten die Unternehmensanleihen bereits 75 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus (Lane, 2006, 53).

Einen weiteren Hinweis auf den Vorteil des gemeinsamen Währungsraums erhält man aus der Analyse der Investorenbasis (Pagano/Thadden, 2008, 499). Insbesondere in kleinen Ländern ist die Investorenstruktur sehr international. In Österreich betrug der Anteil internationaler Investoren im Jahr 2004 über 90 Prozent. Die Emittenten aus kleinen Volkswirtschaften sind auf eine internationale Investorenbasis angewiesen. Diese können sie sich leichter erschließen, wenn sie eine gemeinsame Währung haben (oder die Zielwährung sehr stabil ist). Offensichtlich betrachten die Anleiheinvestoren der Länder der Eurozone nun die ganze Eurozone als Heimatmarkt. In der Tat gibt es empirische Evidenz dafür, dass sich die sogenannte Heimatverzerrung (Home Bias) von den nationalen Ökonomien auf den Euroraum übertragen hat (Pagano/Thadden, 2008, 500). Diese Heimatverzerrung dürfte aber im Vergleich zu der Zeit vor der EWU wesentlich weniger schädlich sein, da der Finanzplatz Euroland erhebliche Diversifikationsmöglichkeiten bietet.

## Die Bedeutung des Euro im internationalen Finanzsystem

Tabelle 4.2

### Internationale Schuldtitel (breit gefasste Definition), in Milliarden US-Dollar

1995			
	Alle Währungen	Euro	US-Dollar
	2.846,8	777,7	1.104,1
In Prozent aller Währungen		27,3	38,8
2007			
	22.713,5	11.008,5	7.921,8
In Prozent aller Währungen		48,5	34,9

### Alle Anleihen, in Milliarden US-Dollar

1995			
	Alle Währungen	Euro	US-Dollar
International	2.846,8	777,7	1.104,1
National	24.825,1	6.319,3	10.510,4
Insgesamt	27.671,9	7.097,1	11.614,5
Insgesamt, in Prozent aller Währungen		25,6	42,0
2007			
International	22.713,5	11.008,5	7.921,8
National	57.173,0	12.735,3	24.429,0
Insgesamt	79.886,5	23.743,8	32.350,8
Insgesamt, in Prozent aller Währungen		29,7	40,5

Quellen: BIZ, 2008; eigene Berechnungen

Vor Einführung des Euro bestanden die Anleihemärkte in Europa im Wesentlichen aus nationalen Märkten und waren – verglichen mit dem der USA – relativ klein. Lediglich für bestimmte Wertpapiere (wie den deutschen Pfandbrief oder die zehnjährige deutsche Staatsanleihe) gab es einen internationalen Markt. Die mangelnde internationale Bedeutung galt besonders für private Wertpapiere. Die mit einer Unternehmensanleihe verbundenen Kosten (außer den Zinskosten) machen ein großes Mindestemissionsvolumen notwendig. Im Prinzip waren alle lokalen Märkte in den Ländern, die heute in der Eurozone liegen, zu klein, um ein großes Volumen an Anleihen aufzunehmen. Anleger konnten durch Diversifikation kaum eine Eliminierung des firmenspezifischen Risikos erreichen – jedenfalls nicht, ohne gleichzeitig Währungsrisiken in Kauf zu nehmen. Das änderte sich mit der EWU (Tabelle 4.3). Es ist folgerichtig, dass es schon 1999 zu mehr als einer Verdopplung der Emissionstätigkeit privater Anleihen kam. Sie stieg von 273 Milliarden Euro (1998) auf 657 Milliarden Euro (Pagano/Thadden, 2008, 491).

## Private Anleihen in der Eurozone und in den USA

Tabelle 4.3

Nettoemission privater internationaler Schuldtitel, in Milliarden US-Dollar

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>USA</b>										
Finanzinstitutionen	19,3	32,9	84,0	98,1	138,5	182,8	230,4	191,8	302,2	246,6
Unternehmen	18,9	24,4	32,0	64,7	61,6	155,6	47,3	72,4	28,6	27,8
<b>Eurozone</b>										
Finanzinstitutionen	68,6	87,5	154,0	147,2	163,8	356,5	430,3	325,2	385,6	591,4
Unternehmen	7,2	8,1	4,4	17,1	32	120,5	96,1	82,7	10,6	56,8
... in Prozent der Unternehmensanleihen der USA	38	33	14	26	52	77	203	114	37	204

Quellen: Pagano/Thadden, 2008, 498; BIZ, 2008

# 4

## Der Markt für Bankdienstleistungen

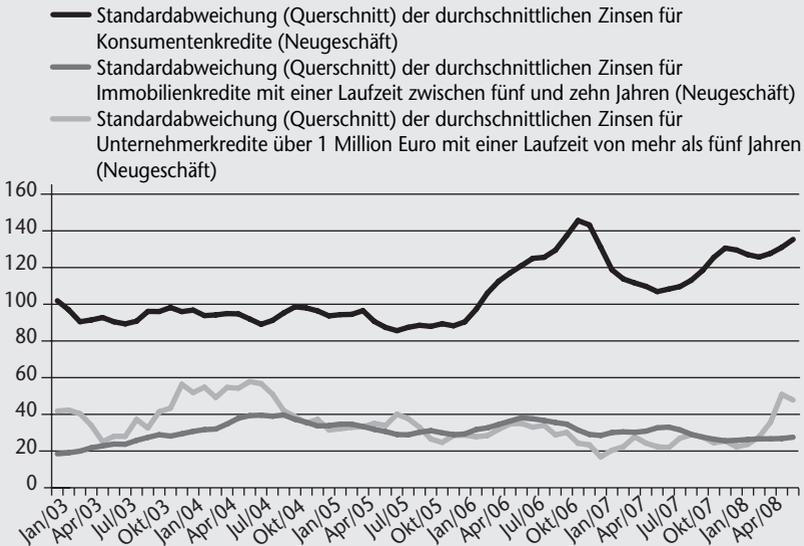
Während die Anleihemärkte und der Geldmarkt als gut integriert angesehen werden können, sieht die EZB beim Kreditgeschäft der Banken mit Nichtbanken noch Defizite (EZB, 2008c, 116). Das Integrationspotenzial erkennt man beispielsweise an der Standardabweichung der Zinsen für Konsumentenkredite, für Immobilienkredite und für Unternehmenskredite (Abbildung 4.4). Einerseits deuten diese Zinsunterschiede auf eine unvollkommene Integration hin. Andererseits sind die Produkte verschiedener Länder dieser Märkte schwerer zu vergleichen als beispielsweise staatliche Anleihen verschiedener Länder. Die Zinsunterschiede können durch unterschiedliche volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen, institutionelle Faktoren und Unterschiede des Finanzsystems entstanden sein (beispielsweise unterschiedliche Kreditrisiken, Industriestrukturen, Unternehmensgrößen, Strukturen der Bankfinanzierung, Verbraucherschutzvorschriften, regulative Unterschiede). Dementsprechend ist es ungewiss, welcher Teil der Zinsspanne durch eine unvollkommene Integration im engeren Sinne verursacht wird.

Die gemeinsame Währung führt zu neuen Rahmenbedingungen für die Verschuldung und den Forderungsaufbau zwischen Banken. Die Vermutung liegt nahe, dass Banken das Kreditgeschäft mit Banken desselben Währungsraums intensivieren. In der Tat kann man eine deutliche Verschiebung in diese Richtung

## Zinsunterschiede für Kredite an Haushalte und Unternehmen im Euroraum

Abbildung 4.4

in Basispunkten



Quelle: EZB, 2008d

beobachten (Spiegel, 2008). Die Untersuchung der bilateralen Kreditbeziehungen umfasst die EWU-Länder Österreich, Belgien, Finnland, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Spanien, die nicht an der EWU teilnehmenden EU-Länder Dänemark, Schweden, das Vereinigte Königreich sowie die Nicht-EU-Länder Kanada, Japan, Schweiz und die Vereinigten Staaten. Vor der Europäischen Währungsunion borgten sich Banken der EWU-Länder 12 Prozent der insgesamt erfassten Kredite bei den nicht an der EWU teilnehmenden EU-Ländern, 35 Prozent bei Nicht-EU-Ländern und 53 Prozent bei EWU-Ländern. Nach Einführung der Währungsunion liehen sich die Banken der EWU-Länder 9 Prozent bei den EU-Ländern, die den Euro nicht eingeführt haben, 14 Prozent bei Nicht-EU-Ländern und 77 Prozent bei EWU-Ländern. Interessant ist auch die Verschiebung der Kreditaufnahme der Länder außerhalb der EWU. Vor der Währungsunion besorgten sich Banken der Nicht-EWU-Länder 51 Prozent bei Nicht-EU-Ländern und 33 Prozent bei EWU-Ländern. Nach Beginn der Währungsunion waren es nur noch 37 Prozent bei Nicht-EU-Ländern, während der Anteil der EWU-Länder auf 42 Prozent stieg. Auch der Anteil der Kredite aus EU-Ländern, die den

Euro nicht eingeführt haben, legte zu – von 15 auf 21 Prozent. Gerade bei kleinen Ländern hat sich die Struktur der Kreditaufnahme zugunsten der Eurozone verschoben. Von den Krediten beispielsweise an portugiesische Banken kamen in den Jahren 1992 bis 1998 77,2 Prozent aus späteren EWU-Ländern und 15,8 Prozent aus Nicht-EU-Ländern. In den Jahren 1999 bis 2006 stammten dagegen schon 85,2 Prozent der Kredite aus EWU-Ländern und nur noch 5,8 Prozent aus den Nicht-EU-Ländern.

## 5

## Fazit

Die Integration der Finanzmärkte ist in einigen Bereichen bereits nahezu perfekt (Geldmarkt) und in anderen sehr weit vorangeschritten (staatliche Anleihen). Auch der Markt für Unternehmensanleihen ist relativ gut integriert. Im Bereich der Intermediation gibt es teils Spielraum für weitere Integrationsfortschritte. Die EZB bezeichnet den Bereich des Privatkundengeschäfts als stark fragmentiert und spricht von einem sehr gering integrierten Markt (EZB, 2008c, 116). Allerdings legt die EZB sehr hohe Maßstäbe an. Wie bereits an anderer Stelle erwähnt, ist die Streuung der Zinsen nämlich auch im Privatkundenbereich keineswegs riesig.

Die Europäische Währungsunion hat den beteiligten Ländern einen gemeinsamen Finanzplatz ermöglicht. Durch die Etablierung dieses Finanzplatzes wurden Skalenvorteile realisiert. Diese Skaleneffekte sind insbesondere für die marktnahe Unternehmensfinanzierung relevant. Es leuchtet unmittelbar ein, dass die Emission von Unternehmensanleihen in der Währung eines kleinen Landes problematisch ist, zumindest wenn diese Währung nicht sonderlich stabil ist. Während vor der Europäischen Währungsunion allenfalls für wenige Anleihen internationale Märkte existierten, können sich seit der EWU Emittenten aus allen Ländern (beteiligt oder nicht beteiligt) auf einem gemeinsamen, relativ gut integrierten großen Finanzmarkt verschulden. Gleichsam steht auch den Investoren dieser integrierte Finanzplatz als Anlageraum zur Verfügung. Noch wichtiger ist: Haushalte auch kleinerer Länder können nun gegen Ausfall geschützte Anleihen ohne Währungsrisiko und mit überschaubarem Inflationsrisiko erwerben. Gerade vor dem Hintergrund der demografischen Herausforderung ist diese Verbreiterung der Anlagemöglichkeiten von großer Bedeutung.

## Literatur

**Hinweis:** Die EZB veröffentlicht jährlich einen Bericht zur Integration der europäischen Finanzmärkte und einen Bericht zur Rolle des Euro im globalen Finanzsystem. Die Publikationen können auf der Internetseite <http://www.ecb.int/pub/pubbydate/2008/html/index.en.html> der EZB heruntergeladen werden.

Über internationale Bankengeschäfte und die Entwicklung der Wertpapiere (Bestände und Emissionen) berichtet regelmäßig die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Die Statistiken sind unter <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm> und <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm> verfügbar.

**BIZ** – Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2008, Online-Datenbank, URL: <http://www.bis.org/statistics/index.htm> [Stand: 2008-11-03]

**Deutsche Bundesbank**, 2008, Online-Datenbank, URL: [http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_devisen.php](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_devisen.php) [Stand: 2008-11-03]

**EZB** – Europäische Zentralbank, 2008a, Financial integration in Europe, Frankfurt am Main

**EZB**, 2008b, The international role of the euro, Frankfurt am Main

**EZB**, 2008c, 10 Jahre EZB, Monatsbericht Sonderausgabe, Frankfurt am Main

**EZB**, 2008d, Online-Datenbank, URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/> [Stand: 2008-11-03]

**Financial Times**, 2008, Warsaw to speed euro adoption, 29. Oktober, S. 7

**IWF** – Internationaler Währungsfonds, 2008, International Financial Statistics, CD-ROM

**Jäger**, Manfred, 2008, Perspektiven für das polnische Finanzsystem, erscheint demnächst

**Jappelli**, Tullio / **Pagano**, Marco, 2008, Financial market integration under EMU, European Commission Economic Papers, No. 312, Brüssel

**Lane**, Phillip R., 2006, The real effects of European Monetary Union, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 20, No. 4, S. 44–66

**Pagano**, Marco / **Thadden**, Ernst-Ludwig von, 2008, The European bond markets under EMU, in: Freixas, Xavier / Hartmann, Philipp / Mayer, Colin (Hrsg.), European financial markets and institutions, Oxford, S. 488–518

**Spiegel**, Mark M., 2008, Monetary and financial integration in the EMU: pull or push?, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, No. 2008-11, San Francisco

## Kapitel 5

Hagen Lesch

# Europäische Währungsunion und Lohnpolitik

### Inhalt

1 Neuer Ordnungsrahmen und lohnpolitische Folgen	86
2 Theorie optimaler Währungsräume	88
3 Entwicklung der Lohnstückkosten	89
4 Lohnpolitische Leitlinien	94
5 Fazit	98
Literatur	100

# 1

## Neuer Ordnungsrahmen und lohnpolitische Folgen

Die Währungsunion in Europa hat die makroökonomischen Rahmenbedingungen der Lohnpolitik verändert. Auf der einen Seite sind die Geld- und die Fiskalpolitik auf das Ziel der Preisstabilität verpflichtet worden, auf der anderen Seite ist der nominale Wechselkurs als Instrument nationaler Wirtschaftspolitik fortgefallen. Unveränderbare Wechselkurse durch eine gemeinsame Währung bedeuten, dass die nationalen Arbeitsmärkte nicht mehr durch einen Wechselkursänderungsvorbehalt vom internationalen Wettbewerb abgeschirmt werden können. Während bei nationalen Währungen und flexiblen Wechselkursen die Möglichkeit besteht, Lohnkostensteigerungen durch nominale Abwertungen auszugleichen, führen Lohnkostensteigerungen bei fixen Wechselkursen zu realen Aufwertungen. Diese wirken sich negativ auf Wettbewerbsfähigkeit, Produktion und Beschäftigung aus.<sup>1</sup>

In einer Währungsunion gibt es außerdem nur noch eine – nämlich die gemeinsame – Geldpolitik. Auf einzelstaatliche Besonderheiten kann geldpolitisch weniger Rücksicht genommen werden als bei einer autonomen nationalen Geldpolitik. Länder mit undisziplinierter Lohnpolitik haben keine Unterstützung der Europäischen Zentralbank (EZB) zu erwarten. Es entfällt beispielsweise die Möglichkeit, die Unternehmen bei hohen Lohnabschlüssen durch eine lockere Geldpolitik (in Form von Zinssenkungen) zu entlasten. Da die EZB den gesetzlichen Auftrag hat, für Preisstabilität zu sorgen, darf die Lohnpolitik nicht in Konflikt mit diesem Stabilitätsziel geraten. Die Zentralbank strebt eine Zielinflationsrate nahe 2 Prozent an. Sofern die Lohnsteigerungen die Inflationsrate über dieses Niveau hinaustreiben, wird die Zentralbank gegensteuern. Auch der Versuch, Reallohnsenkungen, die durch steigende Energiepreise ausgelöst wurden, durch höhere Nominallohnabschlüsse auszugleichen, verursacht Konflikte zwischen Lohn- und Geldpolitik. Eine Lohn-Preis-Spirale zwingt die Zentralbank zum Handeln. Die Folge wäre eine restriktivere Geldpolitik, die das Wirtschaftswachstum dämpft.

Für die Lohnpolitik ergibt sich unter diesen spezifischen Rahmenbedingungen gleichermaßen eine größere Wirksamkeit und eine größere Verantwortung (Wissenschaftlicher Beirat, 1989; Dohse/Krieger-Boden, 1998). Die Lohnpolitik ist in

---

<sup>1</sup> Die Effektivität des Wechselkursinstruments zur Aufrechterhaltung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ist allerdings umstritten. Letztlich werten alle Branchen gleich auf oder ab, obwohl sich die relative Wettbewerbsposition der einzelnen Branchen durchaus unterschiedlich entwickeln kann (siehe auch Abschnitt 2).

einer Währungsunion wirksamer, weil die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr durch Wechselkursanpassungen verzerrt werden kann. Die Strategie, abzuwerten und sich dadurch einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen, scheidet aus. Damit kann eine beschäftigungsorientierte Lohnpolitik, wie sie in Deutschland seit Mitte der neunziger Jahre praktiziert wird, nicht mehr durch eine reale Aufwertung unterlaufen werden.

Bei einer gemeinsamen Währung steigt aber auch die beschäftigungspolitische Verantwortung der Lohnpolitik. Ohne eine gleichgerichtete Entwicklung der Lohnstückkosten kommt es zu relativen Wettbewerbsverschiebungen, die sich eben nicht mehr über eine Währungsabwertung ausgleichen lassen. Für die Lohnpolitik ergibt sich daraus die Notwendigkeit, sich viel stärker an der Lohnpolitik der übrigen Länder in der Währungsunion zu orientieren.

Aus dem veränderten Ordnungsrahmen ergeben sich strategische Optionen (Lesch, 1995). Die Tarifparteien könnten versuchen, sich durch eine Strategie der Lohnzurückhaltung einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Die Folge könnte ein „Lohnsenkungswettbewerb“ sein, der zumindest temporär zu einer Abwärts-spirale bei den Löhnen führt. Denkbar wäre aber auch eine Strategie der Lohnangleichung. Vor allem die Gewerkschaften können ein Interesse daran haben, die Löhne innerhalb der Währungszone schnell anzugleichen. Die Gewerkschaften der Hochlohnländer würden sich auf diese Weise vor der Lohnkostenkonkurrenz schützen, während die Gewerkschaften der Niedriglohnländer durch eine expansive Lohnpolitik Mitglieder gewinnen könnten. Potenzielle beschäftigungspolitische Risiken einer solchen Strategie könnten im Vertrauen auf Ausgleichszahlungen im Rahmen der europäischen Strukturfonds vernachlässigt werden (Flassbeck, 1992).

In den vergangenen Jahren hat sich eine Debatte darüber entsponnen, ob die Volkswirtschaften in der Eurozone dauerhaft auseinanderdriften – schließlich divergiert vor allem die Lohnstückkostenentwicklung (Dullien/Fritsche, 2007). Im folgenden Beitrag wird untersucht, ob die Tarifparteien ihrer gestiegenen lohnpolitischen Verantwortung in der Europäischen Währungsunion gerecht geworden sind und inwieweit ein strategisches Verhalten – insbesondere das befürchtete sogenannte Lohndumping – zu beobachten ist. Um dies beurteilen zu können, wird die Entwicklung von nominalen und realen Lohnstückkosten in den Blick genommen. Anschließend folgt eine kurze Diskussion darüber, wie eine lohnpolitische Integration aussehen könnte, die Ungleichgewichten vorbeugt.

# 2

## Theorie optimaler Währungsräume

Wie groß der lohnpolitische Anpassungsbedarf durch die Errichtung einer Währungsunion sein kann, lässt sich mithilfe der Theorie optimaler Währungsräume zeigen (Feldstein, 1992, 13 ff.). Im Mittelpunkt dieser auf Mundell (1961) zurückgehenden Theorie steht die Frage, wie sich reale asymmetrische Schocks auf Regionen mit fixen oder festen Wechselkursen auswirken. Ein Währungsraum gilt als optimal, wenn Anpassungsmechanismen vorhanden sind, mit denen sich asymmetrische Störungen auf den Währungsraum ausgleichen lassen, ohne dass es zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit kommt.<sup>2</sup>

Bei einer gemeinsamen Geldpolitik stehen auf makroökonomischer Ebene nur noch die Fiskal- und die Lohnpolitik als Anpassungsinstrumente zur Verfügung. Ihnen fällt die Aufgabe zu, die Volkswirtschaften eines Währungsgebiets an asymmetrisch wirkende Schocks anzupassen. In einem einfachen Zwei-Länder-Modell lässt sich dies anschaulich darstellen. Angenommen, zwei Länder, die eine Währungsunion bilden, werden von einem exogenen Schock getroffen und zwar derart, dass die Nachfrage nach dem Gut, das Land A produziert (Gut A), sinkt und die Nachfrage nach dem Gut, das Land B herstellt (Gut B), steigt. Die Folge ist ein Ungleichgewicht: In Land A entsteht ein Überschussangebot, in Land B eine Überschussnachfrage.

Das Ungleichgewicht lässt sich beseitigen, indem Arbeitskräfte von Land A ins Land B abwandern. Land A könnte sein Güterangebot verringern, ohne dass die Arbeitslosigkeit zunimmt. Land B könnte mehr produzieren, ohne dass die Lohnkosten und die Preise stiegen (Mundell, 1961). Bei Sprachbarrieren kann dieser Wanderungsmechanismus aber nur begrenzt zum Zuge kommen. Alternativ wäre denkbar, den relativen Preis zwischen Gut A und Gut B zu ändern. Gut A müsste im Vergleich zu Gut B billiger werden. Bei flexiblen Wechselkursen ließe sich die relative Preisänderung durch eine nominale Abwertung der Währung von Land A erreichen. Bei festen Wechselkursen ist hingegen eine Nominallohnsenkung notwendig, die eine Senkung des Preises von Gut A erlaubt. Wechselkursflexibilität und Lohnflexibilität stellen demnach alternative Anpassungsmechanismen dar. Das eine Instrument kann das andere ersetzen.<sup>3</sup> Allerdings lässt sich einwen-

---

<sup>2</sup> Ein Währungsraum definiert sich als ein Gebiet, in dem die Wechselkurse unwiderruflich fixiert sind. Die Begriffe „Währungsraum“ und „Währungsunion“ werden als Synonyme verstanden.

<sup>3</sup> Eine dritte Möglichkeit wäre ein Finanzausgleich zwischen beiden Ländern (Kenen, 1969; Sachs/Sala-i-Martin, 1991).

den, dass eine Abwertung bei offenen Volkswirtschaften zu einer Verteuerung der Importe und damit auch des allgemeinen Preisniveaus führt, was wiederum kompensierende Lohnforderungen induziert (McKinnon, 1963). Da solche Lohn-erhöhungen ihrerseits den internen Preisauftrieb verstärken, würde der Abwertungsdruck weiter erhöht und eine Lohn-Preis-Spirale angestoßen. Das Wechselkursinstrument kann also nur effektiv sein, wenn der Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft nicht zu groß ist oder wenn die sogenannte Geldillusion unterstellt wird, aufgrund derer die Beschäftigten auf die Inflation nicht reagieren. Ein zweiter Einwand ist, dass ein Land viele Güter produziert und die einzelnen Produktionsbereiche unterschiedlich stark durch exogene Störungen getroffen werden. In Volkswirtschaften mit einer solchen diversifizierten Produktionsstruktur kann der Wechselkurs keine vollständige Anpassungsfunktion übernehmen. Er bewirkt hier lediglich eine relative Preisänderung gegenüber dem Ausland, nicht aber die notwendigen Preisanpassungen zwischen den Sektoren. Wechselkursänderungen können in diesem Zusammenhang damit immer nur Second-best-Lösungen sein.

Unabhängig davon, wie wirksam Wechselkursanpassungen auch sein mögen: In einer Währungsunion lässt sich der nationale Arbeitsmarkt nicht durch dieses Instrument vom internationalen Wettbewerb abschotten. Marktwidrige Lohnrelationen führen unmittelbar zu negativen Effekten auf die Beschäftigung. Da eine Währungsunion nur dauerhaft bestehen kann, wenn Divergenzen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zwischen den verschiedenen Regionen eines Währungsgebiets vermieden werden können, ist die Disziplinierung der Lohnpolitik eine notwendige Bedingung für die Stabilität einer Währungsunion (Wissenschaftlicher Beirat, 1989, 25; Lesch, 1995, 24).

### 3

## Entwicklung der Lohnstückkosten

Die Auswirkungen der Kosten des Produktionsfaktors Arbeit auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft werden anhand der Lohnstückkosten gemessen. Sie bringen das Preis-Leistungs-Verhältnis des Faktors Arbeit zum Ausdruck. Die nominalen Lohnstückkosten sind definiert als das Verhältnis der nominalen Bruttoeinkommen aus unselbständiger Arbeit je beschäftigten Arbeitnehmer (Arbeitnehmerentgelt) und der realen Bruttowertschöpfung je Erwerbs-

tätigen (Faktorproduktivität des Produktionsfaktors Arbeit).<sup>4</sup> Sie zeigen an, wie hoch der Lohnkostendruck in den Unternehmen ist. Tabelle 5.1 gibt einen Überblick über die Entwicklung der nominalen Lohnstückkosten in zwölf Ländern, die im Jahr 2007 Mitglieder der Eurozone waren. Slowenien, das erst am 1. Januar 2007 beitrat, ist nicht dargestellt. Generell fällt auf, dass die nominalen Lohnstückkosten seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 gestiegen sind. Dabei ist jedoch eine deutliche Spanne zu beobachten. Während in Deutschland lediglich ein Anstieg um knapp 1 Prozent zu beobachten ist, sind es in Irland mehr als 32 Prozent. Frankreich liegt mit einem Zuwachs von 16,3 Prozent im Mittelfeld, Italien und Spanien rangieren mit jeweils deutlich über 20 Prozent im hinteren Drittel. Im Durchschnitt der betrachteten zwölf Länder der Eurozone gab es einen Zuwachs von 12,6 Prozent. Der Zuwachs fällt auf den ersten Blick vergleichsweise niedrig aus. Schließlich weisen neben Deutschland und Österreich nur Finnland (plus 10,5 Prozent) und Portugal (plus 12,1 Prozent) unterdurchschnittliche Lohnstückkostenzuwächse auf. Erklären lässt sich dies aber mit dem hohen Gewicht der deutschen Volkswirtschaft, das den Gesamtdurchschnitt stark nach unten drückt.

Der länderübergreifend zu beobachtende Anstieg der nominalen Lohnstückkosten bedeutet, dass die Arbeitskosten in allen Ländern stärker als die Produktivität gewachsen sind. Steigende Lohnstückkosten zwingen die Unternehmen zu Anpassungsmaßnahmen. Entweder versuchen sie, die höheren Lohnkosten über höhere Güterpreise auf den Endverbraucher abzuwälzen, oder sie rationalisieren. Überwälzen die Unternehmen die steigenden Lohnkosten auf die Güterpreise, droht die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale, die in eine restriktive Geldpolitik münden kann. Im Fall einer Rationalisierung, beispielsweise durch den Abbau von Arbeitsplätzen, würde die Produktivität ex post an die gestiegenen Lohnkosten angepasst.<sup>5</sup> Bei der Produktivitätsentwicklung ist also immer zu berücksichtigen, dass ein Teil des Produktivitätsanstiegs das Ergebnis einer undisziplinierten Lohnpolitik sein kann. Eine expansive Lohnpolitik führt nicht unbedingt zu einem statistisch dauerhaft messbaren Anstieg der Lohnstückkosten. Die Lohnstückkostentwicklung kann daher letztlich immer nur beschränkt über die Wettbewerbsfähigkeit Auskunft geben (SVR, 1995, Tz. 370 ff.; Sinn, 2007, 56 ff.).<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Beide Variablen können auch auf die Arbeitsstunde bezogen werden. Dies hat den Vorteil, auch Veränderungen der Arbeitszeit berücksichtigen zu können. Da für den internationalen Vergleich auf Stundenbasis von der europäischen Statistikbehörde Eurostat keine vollständigen Daten veröffentlicht werden, muss im Folgenden eine Pro-Kopf-Betrachtung vorgenommen werden.

<sup>5</sup> Der Sachverständigenrat (SVR, 2003, Tz. 637) nennt diesen Produktivitätsgewinn „Entlassungsproduktivität“.

<sup>6</sup> Noch kritischer formuliert es Sinn (2007, 57). Die üblicherweise gemessene Arbeitsproduktivität ist eine betriebswirtschaftliche Produktivität, die sich nur auf jene Arbeitnehmer bezieht, die ihren Job trotz der Lohnsteigerungen behalten. Die sogenannten Lohnstückkosten messen aus diesem Grunde nichts, was für die Frage relevant sein kann, ob die Arbeitskosten im internationalen Vergleich zu hoch sein könnten.

## Entwicklung der nominalen Lohnstückkosten in den Ländern der EWU-12

Tabelle 5.1

Index: 1999 = 100

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
D	100,6	101,4	102,2	103,0	102,7	101,7	100,6	100,9
A	99,4	100,5	100,8	102,4	101,4	102,2	103,2	104,2
FIN	101,0	104,5	105,7	106,8	107,1	109,5	109,3	110,5
P	110,7	128,4	119,9	91,4	87,3	99,1	102,6	112,1
B	100,3	104,6	106,8	107,6	107,2	108,8	110,6	113,6
F	101,2	103,5	106,6	108,6	109,7	111,7	114,0	116,3
NL	102,9	108,0	113,2	116,1	116,3	115,9	117,2	119,2
I	100,5	103,6	107,2	111,5	114,0	117,3	120,0	121,9
L	102,5	109,2	111,6	113,7	115,2	117,1	119,7	123,5
E	102,8	106,1	109,4	112,4	115,3	118,1	120,7	124,0
GR*	101,2	103,7	110,0	112,6	114,6	118,9	124,3	129,7
IRL	103,4	107,9	108,8	113,1	118,8	123,2	127,0	132,4
EWU-12	101,1	103,3	105,7	107,8	108,7	109,9	111,0	112,6

\* Griechenland ist seit 1. Januar 2001 Teil der Europäischen Währungsunion.  
Quelle: EU-Kommission, 2008, 99

In einem einheitlichen Währungsraum kommt es bei vollkommenem Wettbewerb langfristig zu einheitlichen Inflationsraten. Bei beschränktem Wettbewerb gleichen sich die Preise aber nicht vollständig an. Es ist deshalb nicht überraschend, dass auch die Inflationsraten in der Eurozone zwischen den Ländern differieren. Entsprechend können Unternehmen auch über einen unterschiedlichen Preisüberwälzungsspielraum verfügen. Steigen also die nominalen Lohnstückkosten und wälzen die Unternehmen die höheren Löhne auf die Güterpreise ab, bleibt die Wettbewerbsfähigkeit unverändert.<sup>7</sup>

Beim realen Lohnstückkostenvergleich wird dies berücksichtigt. Die realen Lohnstückkosten setzen das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ins Verhältnis zur nominalen Bruttowertschöpfung je Erwerbstätigen. Tabelle 5.2 zeigt, dass die Entwicklung der preisbereinigten Lohnstückkosten homogener verlaufen ist als die der nominalen (vgl. Tabelle 5.1). In acht der zwölf betrachteten Länder sind die realen Lohnstückkosten seit Beginn der Währungsunion sogar gesunken. Den größten Rückgang verzeichnen Spanien (minus 8,8 Prozent), Österreich (minus

<sup>7</sup> Anders kann dies bei handelbaren Gütern aussehen. Siehe hierzu ausführlich Matthes (2008), der den realen effektiven Wechselkurs auf Basis der nominalen Lohnstückkosten des Verarbeitenden Gewerbes betrachtet.

8,6 Prozent) und Deutschland (minus 6,2 Prozent). In diesen Ländern lagen die Lohnsteigerungen unter der Summe aus dem Produktivitätszuwachs und dem Preisdeflator des Bruttoinlandsprodukts, der für statistische Berechnungen als Indikator für den Preisüberwälzungsspielraum der Unternehmen herangezogen wird.<sup>8</sup> Konstante reale Lohnstückkosten zeigen – vereinfacht gesprochen – an, dass die Lohnpolitik keine über den Preisüberwälzungsspielraum der Unternehmen hinausgehenden inflationären Impulse angestoßen hat.<sup>9</sup> Bei sinkenden realen Lohnstückkosten ist der Preisüberwälzungsspielraum nicht ausgeschöpft worden. Sinken die realen Lohnstückkosten stärker als im Ausland, verbessert sich die relative Wettbewerbsfähigkeit (reale Abwertung). Steigende reale Lohnstückkosten gab es in Irland und Luxemburg, wobei der Anstieg jeweils 2,7 Prozent betrug. In Italien und den Niederlanden blieben die Lohnstückkosten preisbereinigt nahezu unverändert.

Die unterschiedliche Entwicklung der realen Lohnstückkosten ist ein wichtiger Indikator für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Sind die Lohnstückkosten preisbereinigt in Land A stärker als in Land B angestiegen, signalisiert dies, dass sich die Wettbewerbsposition von Land A verschlechtert hat. Als Folge daraus sinken *ceteris paribus* die Produktion und die Beschäftigung. Ein Land wie Italien, in dem die realen Lohnstückkosten im Vergleich mit Deutschland oder Österreich angezogen haben, hat seit Beginn der Währungsunion dadurch deutlich an internationaler Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt. Langfristig drohen damit nicht nur außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Es kommt auch zu erheblichen Wachstumsdifferenzen, die zu einer ungleichen Entwicklung der Pro-Kopf-Einkommen führen und die europäische Geldpolitik vor ein Dilemma stellen. Die Europäische Zentralbank muss ihre Geldpolitik auf die gesamte Eurozone abstimmen und kann beispielsweise bei der Zinsfestsetzung auf Wachstumsschlusslichter keine Rücksicht nehmen.

Eine Betrachtung der relativen Lohnstückkosten (Verhältnis der nationalen nominalen Lohnstückkosten als prozentuale Abweichung vom Durchschnitt des Währungsraumes) bestätigt diese Befunde teilweise (Dullien/Fritsche, 2007, 352). Die relativen Lohnstückkosten werden allerdings nominal berechnet und dann als realer Wechselkurs in Lohnstückkosten, gemessen am Durchschnitt des Währungsraumes, interpretiert. Aufgrund der fehlenden Preisbereinigung führt die nominale Betrachtung der relativen Lohnstückkosten zu dem Ergebnis, wonach

---

<sup>8</sup> Streng genommen ist der BIP-Deflator nicht das richtige Maß, da er auch Preissteigerungen erfasst, die nicht den Unternehmen zugerechnet werden können, zum Beispiel Verbrauchssteuer- und Mehrwertsteuererhöhungen.

<sup>9</sup> Allerdings ist wie schon bei den nominalen Lohnstückkosten zu berücksichtigen, dass der Produktivitätszuwachs auch auf der sogenannten Entlassungsproduktivität beruhen kann.

## Entwicklung der realen Lohnstückkosten in den Ländern der EWU-12<sup>1</sup>

Tabelle 5.2

Index: 1999 = 100

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
E	99,4	98,4	97,2	96,0	94,5	93,0	91,4	91,2
A	98,3	97,5	96,5	96,9	94,4	93,2	92,4	91,4
D	101,3	100,9	100,3	100,0	98,6	96,9	95,3	93,8
P	101,4	101,5	101,0	101,5	100,1	99,8	99,2	96,9
B	98,5	100,7	101,0	100,1	97,4	96,4	96,0	97,1
GR <sup>2</sup>	95,7	95,5	97,6	96,6	95,1	95,6	96,6	98,0
FIN	98,4	98,9	98,8	100,3	99,9	101,8	100,3	98,5
F	99,8	100,1	100,7	100,6	100,1	99,9	99,4	99,0
I	98,6	98,7	98,9	99,8	99,3	100,1	100,7	100,1
NL	98,6	98,7	98,9	99,8	99,3	100,1	100,7	100,1
IRL	98,0	97,0	93,5	94,8	97,7	98,8	99,5	102,7
L	98,0	97,0	93,5	94,8	97,7	98,8	99,5	102,7
EWU-12	99,7	99,5	99,3	99,1	98,0	97,1	96,3	95,6

<sup>1</sup> Preisbereinigt mit dem Deflator des Bruttoinlandsprodukts (BIP-Deflator); <sup>2</sup> Griechenland ist seit 1. Januar 2001 Teil der Europäischen Währungsunion.

Quelle: EU-Kommission, 2008, 100

Spanien im Jahr 2006 eine Wettbewerbsfähigkeit hatte, die ungefähr der von 1992 entsprach. Portugal und Griechenland sind sogar auf ihren Stand zu Beginn der achtziger Jahre zurückgefallen. Dagegen haben vor allem die Niederlande, Deutschland und Österreich an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt Matthes (Kapitel 7, Seite 119 ff.).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Lohndynamik innerhalb der Eurozone seit Beginn der Währungsunion moderat war. Die Entwicklung der realen Lohnstückkosten deutet an, dass inflationäre Impulse, die über den Preisüberwälzungsspielraum der Unternehmen hinausgehen, weitgehend vermieden werden konnten. Ein Problem ist allerdings die lohnpolitische Divergenz. Lohnzurückhaltung ist nicht überall gleich ausgeprägt, von einer „lohnpolitischen Integration“ (Lesch, 1995, 29) kann bislang keine Rede sein. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Länder mit unterschiedlichen arbeitsmarktpolitischen Voraussetzungen in die Europäische Währungsunion gestartet sind. Länder, die wie Irland, Luxemburg oder die Niederlande praktisch Vollbeschäftigung vorweisen konnten und unter einem Arbeitskräftemangel litten, waren einem stärkeren Lohndruck ausgesetzt als Länder mit hoher Arbeitslosigkeit. Insofern ist eine

gewisse knappheitsbedingte Differenzierung der Lohnzuwächse, die auf ein unzureichendes Arbeitsangebot zurückzuführen ist, durchaus angebracht.

Es gibt aber auch Länder mit Arbeitsmarktproblemen, deren Wettbewerbsfähigkeit sich – auf Basis einer Betrachtung der nominalen und realen Lohnstückkosten – in den letzten Jahren verschlechtert hat. Dazu gehören Frankreich, Griechenland und Spanien. In Frankreich und Griechenland liegen die Lohnstückkostenzuwächse sowohl in nominaler wie in realer Betrachtung über dem Durchschnitt der Eurozone (EWU-12). In Spanien sind die realen Lohnstückkosten zwar gesunken. Die Wettbewerbsfähigkeit hat dort aber aufgrund überdurchschnittlich steigender Exportpreise gelitten (Matthes, Kapitel 7, Seite 119 ff.). Angesichts der latenten Wettbewerbsnachteile, die langfristig zu Leistungsbilanzdefiziten führen dürften, stellen sich die Fragen nach einer lohnpolitischen Korrektur und der dazu notwendigen lohnpolitischen Strategie.<sup>10</sup> Der Verlust an Marktanteilen lässt sich letztlich nur ausgleichen, wenn die betroffenen Länder ihr lohnpolitisches Fehlverhalten korrigieren (Flassbeck/Spiecker, 2005, 710).<sup>11</sup>

## 4

### Lohnpolitische Leitlinien

Lohnpolitische Integration ließe sich erreichen, wenn alle Teilnehmerstaaten der Währungsunion eine produktivitätsorientierte Lohnpolitik verfolgen würden (Lesch, 1995, 30; Fröhlich et al., 1997, 32). Hierbei handelt es sich um eine angebotsorientierte Leitlinie für die Lohnpolitik, die schon in den fünfziger und sechziger Jahren entwickelt wurde, um die Lohnpolitik mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang zu bringen. Das Ziel lässt sich erreichen, wenn die Arbeitskosten im Ausmaß des Produktivitätszuwachses steigen (Ott, 1968, 48; Scherf, 1995, 558).

Für eine lohnpolitische Integration reicht diese Strategie aber nicht aus. Befindet sich die Wirtschaft – wie es in einigen Ländern der Eurozone gegenwärtig und auf absehbare Zeit der Fall ist – in einer Situation der Unterbeschäftigung und soll dies korrigiert werden, ist Lohnzurückhaltung notwendig. Das heißt, die Lohnzuwächse müssen noch hinter der Rate des Produktivitätsfortschritts zurückbleiben (Fröhlich et al., 1997, 34).<sup>12</sup> Aus diesen Überlegungen ergibt sich

<sup>10</sup> Zur Entwicklung der Leistungsbilanzsalden siehe Matthes (2008).

<sup>11</sup> So stellen Logeay et al. (2005, 717) fest, dass Spanien, sobald die für das Land expansiven Anfangsimpulse der Währungsunion und die EU-Transfers ausgelaufen sind, ein Lohnverhalten benötigt, das dauerhaft die internationale Wettbewerbsfähigkeit sichert.

<sup>12</sup> Streng genommen müssten die Lohnzuwächse sogar hinter dem um entlassungsbedingte Produktivitätszuwächse bereinigten Produktivitätsanstieg zurückbleiben (SVR, 1999, Tz. 335).

eine lohnpolitische Integration mit mehreren Geschwindigkeiten. Länder mit Vollbeschäftigung könnten demnach eine strikte Produktivitätsorientierung verfolgen. Länder mit Unterbeschäftigung würden eine Strategie der Lohnzurückhaltung wählen. Dagegen könnten Länder mit Arbeitskräftemangel Knappheitspreise zahlen, um Arbeitskräfte anzulocken. Das kann zumindest vorübergehend bedeuten, dass die Lohnpolitik expansiv ist, also über das Produktivitätswachstum hinausgeht.<sup>13</sup>

Die Frage ist, ob sich eine solche differenzierte Lohnpolitik umsetzen lässt. In der Literatur wurde mitunter befürchtet, dass sich die Lohnzurückhaltung einzelner Länder, wie sie zum Beispiel Deutschland seit Mitte der neunziger Jahre verfolgt, negativ auf die Lohnpolitik anderer Länder auswirkt. Volkswirtschaften, die der Lohnzurückhaltung anderer Länder nicht folgen, sondern eine expansivere Lohnpolitik betreiben, werten real auf (Flassbeck/Spiecker, 2005, 709 f.; vgl. Abschnitt 3). Dies könnte sie schließlich dazu zwingen, ebenfalls Lohnzurückhaltung zu üben. Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in Europa, die vor allem zu Beginn dieses Jahrzehnts bestand, wurde befürchtet, dass die Lohnpolitik zu einem allgemeinen Lohnsenkungswettbewerb degeneriert, der wiederum deflationäre Prozesse auslöst (Kromphardt, 1999, 88; Horn et al., 1999, 80; Flassbeck/Spiecker, 2005, 710). Lohnsenkungswettbewerb ist eine kompetitive Strategie der Lohnzurückhaltung, bei der die Lohnsteigerungen unterhalb des Produktivitätswachstums bleiben (Schürfeld, 1998, 543). Versucht ein Land, sich durch Lohnzurückhaltung einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen, ruft dies gleichartige Reaktionen des Auslands hervor. Im Ergebnis gewinnt damit kein Land einen Wettbewerbsvorteil. Stattdessen werden alle Beteiligten ärmer, weil den niedrigeren Löhnen kein höherer Beschäftigungsstand gegenübersteht. Im Extremfall kann dies eine Abwärtsspirale der Löhne nach unten anstoßen (Lesch, 2003, 15).

Empirisch lässt sich bislang kein allgemeiner Lohnsenkungswettbewerb nachweisen (Lesch, 2003; Logeay et al., 2005). Zwar gingen die realen Lohnstückkosten vielerorts zurück. Dies ist aber keine neue Entwicklung. Unter dem Globalisierungsdruck und durch die Konvergenzbemühungen im Vorfeld der Europäischen Währungsunion hatte es bereits in den neunziger Jahren in vielen Ländern eine ausgeprägte Lohnzurückhaltung gegeben. Diese hat sich nach der Einführung der gemeinsamen Währung in Europa nicht verstärkt. In Finnland,

---

<sup>13</sup> Bei allen drei Varianten wäre dem Produktivitätswachstum eine Komponente hinzuzufügen, die den Preisüberwälzungsspielraum der Unternehmen berücksichtigt. In der Literatur wird alternativ auch eine Orientierung an der Zielinflationsrate der Europäischen Zentralbank als Preiskomponente gefordert (zum Beispiel Logeay et al., 2005, 717).

## EWU-12: Veränderung der realen Lohnstückkosten

Tabelle 5.3

jeweils Differenz zwischen End- und Anfangsjahr, in Prozentpunkten

	1990–1998	1999–2007
E	-4,1	-8,8
A	-3,4	-8,6
D	-2,4	-6,2
P	-4,3	-3,1
B	-2,6	-2,9
GR	-0,8	-2,0
FIN	-21,8	-1,5
F	-4,3	-1,0
I	-13,9	0,1
NL	-2,6	0,1
IRL	-16,8	2,7
L	k. A.	2,7

k. A. = keine Angabe.

Quellen: EU-Kommission, 2008, 99; Eurostat, Online-Datenbank; eigene Berechnungen

Italien und Irland gingen die realen Lohnstückkosten zwischen 1991 und 1998, also in den Jahren vor der irreversiblen Wechselkursfixierung, um rund 14 bis 22 Prozentpunkte zurück. Nach 1999 blieben sie dann relativ konstant (Tabelle 5.3).

Vergleicht man die beiden Neunjahreszeiträume vor und nach der Errichtung der Währungsunion, also 1990 bis 1998 und 1999 bis 2007, ergibt sich folgender Befund: Zugenommen hat die Lohn-

zurückhaltung – gemessen an den realen Lohnstückkosten – in Belgien, Deutschland, Griechenland, Österreich und Spanien. In den übrigen sechs Ländern (für Luxemburg liegen keine vollständigen Daten vor) wurde die Lohnpolitik im Vergleich zur Vorperiode dagegen expansiver.

Dieser empirische Befund ist auch aus theoretischer Sicht nicht überraschend. Lohnzurückhaltung führt nicht nur dazu, dass sich die Wettbewerbsposition zulasten des Auslands verbessert. Indem sie die Kapitalrentabilität erhöht und Arbeit im Vergleich zu Kapital billiger macht, verlangsamt sie auch den Substitutionsprozess zwischen Kapital und Arbeit und stößt Erweiterungsinvestitionen an. Beides wirkt sich positiv auf die Arbeitsnachfrage der Unternehmen und damit auch auf die Beschäftigungsentwicklung und den Abbau der hohen Arbeitslosigkeit aus. Je länger aber Lohnzurückhaltung geübt wird und je schneller eine Situation der Vollbeschäftigung erreicht wird, desto eher sind die Lohnsenkungspotenziale ausgeschöpft und desto eher beginnt der Wettbewerb um knappe Arbeitskräfte (Schürfeld, 1998, 546; Siebert, 1998, 119).

Ein weiterer Einwand gegen Lohnzurückhaltung besteht in der Befürchtung, dass diese Lohnpolitik den privaten Verbrauch stärker beeinträchtigt, als sie den Export fördere. Würden mehrere und insbesondere große Volkswirtschaften der

Eurozone gemeinsam eine Lohnsenkungsstrategie als Korrekturmaßnahme auf Arbeitslosigkeit verfolgen, reduzierte dies die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, ohne dass sich Wettbewerbsvorteile einstellten. Vor allem der deutsche Weg „einer Schwächung der Binnennachfrage“ durch unterdurchschnittliche Lohnsteigerungen und der Erzeugung von Beschäftigungsimpulsen über einen steigenden Außenbeitrag sei „kontraproduktiv für den Rest der Währungsunion“ (Logeay et al., 2005, 719).

Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass Deutschland mit einem recht hohen Lohnniveau in die Währungsunion hineingegangen ist. Vor allem die Industrie, die für Deutschland besonders wichtig ist, weist immer noch ein hohes Lohn- und Lohnstückkostenniveau auf (Sinn, 2007). Die Lohnzurückhaltung über mehrere Jahre hat dies teilweise korrigiert und sicherlich zu den deutschen Exporterfolgen beigetragen.

Ob dies wirklich zulasten der Binnennachfrage gegangen ist und die schwache deutsche Binnennachfrage die konjunkturelle Dynamik in der Eurozone tatsächlich gedämpft hat, ist aber mehr als fraglich. Zwar ist in Deutschland die private Konsumnachfrage seit Jahren vergleichsweise schwach. Zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gehören aber auch die Investitionen, die das Wachstum in den letzten Jahren nicht unerheblich gestützt haben (Arbeitsgruppe Konjunktur, 2008). Lohnzurückhaltung mag die Konsumausgaben vorübergehend dämpfen. Sie stimuliert aber die Investitionen der Unternehmen, was kompensierend wirkt. Hinzu kommt, dass sich Lohnzurückhaltung – zeitlich verzögert – positiv auf den Arbeitsmarkt auswirkt. Seit Mitte der neunziger Jahre konnten in Deutschland durch Lohnzurückhaltung 880.000 Arbeitsplätze gesichert werden. Durch die zusätzlichen Arbeitsplätze entstehen auch höhere Einkommen, die den Konsum *ceteris paribus* anstoßen.

Dass der Konsum trotz des jüngsten Beschäftigungsaufschwungs in Deutschland nicht zugenommen hat, liegt nicht zuletzt an den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen. Im Jahr 2007 wurde der Konsum durch eine Mehrwertsteuererhöhung gedämpft. Diese Umverteilung zugunsten des Staates hat allerdings dazu geführt, dass wenigstens der Staatskonsum angezogen hat. Im Jahr 2008 blieb die private Konsumententwicklung schwach, obwohl zum Beschäftigungsanstieg auch noch kräftige Tariflohnsteigerungen hinzukamen. Die hohe Inflationsrate hat aber die Reallohnentwicklung und damit die Konsummöglichkeiten gedämpft. Die Deutsche Bundesbank (2008, 56) hat festgestellt, dass die deutsche Importrechnung für Energieträger (Erdöl, Gas) im Jahr 2008 auf 82,25 Milliarden Euro gestiegen ist, was rechnerisch fast dem Kaufkraftentzug durch die Mehrwertsteuererhöhung von 2007 entspricht. Allein dadurch wurden 27 Prozent der

inländischen Einkommenszuwächse zugunsten des Auslands entzogen (Deutsche Bundesbank, 2008, 57). Ein weiterer Faktor für die Beurteilung von Konsumwirkungen der Lohnzurückhaltung ist die demografische Entwicklung. Der Aufbau einer kapitalgedeckten Altersvorsorge verlangt eine höhere Sparquote und eine entsprechend geringere Konsumquote.

## 5

## Fazit

Anhaltende Unterschiede in der Lohnentwicklung zwischen den Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion führen – soweit sie nicht durch entsprechende Produktivitätspfade gedeckt sind – zu Wettbewerbsungleichgewichten zwischen den Ländern. Anhand der Lohnstückkostenentwicklung lässt sich zeigen, dass innerhalb der Eurozone insgesamt eine eher moderate Lohnpolitik verfolgt wurde. Preisbereinigt sind die Lohnstückkosten nur in zwei Ländern (Irland, Luxemburg) leicht angestiegen. Das heißt, dort sind die Arbeitskosten preisbereinigt etwas schneller als die Produktivität gewachsen.

Hinter der vergleichsweise hohen Lohndisziplin verbergen sich allerdings anhaltende Unterschiede in den Lohnentwicklungen zwischen einzelnen Mitgliedstaaten der Währungsunion. Diese Unterschiede führen zwischen den Ländern zu Wettbewerbsungleichgewichten, die sich kumulativ verstärken. Während die Lohnstückkosten in Deutschland preisbereinigt zwischen 1999 und 2007 um 6,2 Prozent gesunken sind, sind sie in Frankreich um lediglich 1 Prozent gesunken und in Italien fast konstant geblieben. Damit hat sich die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber diesen beiden Ländern im Zeitablauf erheblich verbessert. Solche Differenzen bei der Lohnstückkostenentwicklung lassen sich auch für andere Länder beobachten. Langfristig kosten die entstandenen Wettbewerbsnachteile Wachstum und Arbeitsplätze. Zudem erschweren sie die Aufgabe der Europäischen Zentralbank, für den gesamten Währungsraum eine angemessene Geldpolitik zu verfolgen. Schließlich wächst die Gefahr, dass die aufgelaufenen Ungleichgewichte Transferzahlungen von den Abwertungs- zu den Aufwertungs-ländern notwendig machen.

Der bisweilen befürchtete Lohnsenkungswettbewerb hat sich nicht eingestellt. Schon in den neunziger Jahren hatte sich unter dem Globalisierungsdruck, angesichts der Öffnung Mittel- und Osteuropas und im Zuge der Konvergenz-

bemühungen im Vorfeld der Europäischen Währungsunion mehr Lohndisziplin gezeigt. Diese hat sich seit der Einführung des Euro lediglich in Deutschland, Österreich, Griechenland, Belgien und Spanien erhöht. Gleichwohl bedeutet eine anhaltende Lohnzurückhaltung in einer großen Volkswirtschaft wie Deutschland, dass sich andere Länder anpassen müssen. Dies stellt die kleineren offenen Volkswirtschaften in der Regel vor geringe Probleme, weil die Lohnpolitik in diesen Ländern stärker auf die Sicherung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit hin ausgerichtet wird.

Um zu vermeiden, dass bestehende Ungleichgewichte noch zunehmen, ist eine lohnpolitische Integration notwendig. Danach müssten sich die Lohnzuwächse am Produktivitätswachstum orientieren. Eine quasi mechanistische Orientierung darf dies allerdings nicht sein, da nicht alle Länder Vollbeschäftigung vorweisen können. Die arbeitsmarktpolitische Ausgangslage ist vielmehr recht heterogen. Insofern kann eine differenzierte Lohnstückkostenentwicklung, die den nationalen Arbeitsmärkten und den dort herrschenden Knappheiten Rechnung trägt, durchaus angemessen sein.

## Literatur

**Arbeitsgruppe Konjunktur** des Instituts der deutschen Wirtschaft, 2008, Chancen für ein anhaltendes Wachstum: IW-Konjunkturprognose – Frühjahr 2007, in: IW-Trends, 34. Jg., Nr. 2, S. 3–40

**Deutsche Bundesbank**, 2008, Monatsbericht August, Frankfurt am Main

**Dohse, Dirk / Krieger-Boden, Christiane**, 1998, Währungsunion und Arbeitsmarkt, Tübingen

**Dullien, Sebastian / Fritsche, Ulrich**, 2007, Anhaltende Divergenz der Lohnstückkostenentwicklung im Euroraum problematisch, in: DIW-Wochenbericht, 74. Jg., Nr. 22, S. 349–357

**EU-Kommission** – Europäische Kommission, 2008, European Economy, Statistical Annex, Brüssel

**Eurostat**, Online-Datenbank, URL: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?\\_pageid=1996,45323734&\\_dad=portal&\\_schema=PORTAL&screen=welcomeref&close=/popul/labour/lc&language=de&product=EU\\_population\\_social\\_conditions&root=EU\\_population\\_social\\_conditions&scrollto=0](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&close=/popul/labour/lc&language=de&product=EU_population_social_conditions&root=EU_population_social_conditions&scrollto=0) [Stand: 2008-09-09]

**Feldstein, Martin**, 1992, The case against EMU, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 42, S. 13–16

**Flassbeck, Heiner**, 1992, Die Sprengkraft eines großen Lohnkartells, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 271, 21. November, S. 15

**Flassbeck, Heiner / Spiecker, Friederike**, 2005, Die deutsche Lohnpolitik sprengt die Europäische Währungsunion, in: WSI-Mitteilungen, 58. Jg., Nr. 12, S. 707–713

**Fröhlich, Hans-Peter / Klös, Hans-Peter / Kroker, Rolf / Schnabel, Claus / Schröder, Christoph**, 1997, Lohnpolitik in der Europäischen Währungsunion, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln, Nr. 234, Köln

**Horn, Gustav A. / Scheremet, Wolfgang / Zwiener, Rudolf**, 1999, Wages and the euro, Heidelberg

**Kenen, Peter B.**, 1969, The theory of optimum currency areas: an eclectic view from an international perspective, in: Mundell, Robert A. / Swoboda, Alexander K. (Hrsg.), Monetary problems in the international economy, Chicago, S. 41–60

**Kromphardt, Jürgen**, 1999, Lohnsenkungswettbewerb in der EWU – Deflationsgefahr oder Beschäftigungsimpuls?, in: Wirtschaftsdienst, 79. Jg., Nr. 2, S. 85–89

**Lesch, Hagen**, 1995, Strategische Lohnpolitik in einer Europäischen Währungsunion, IFSt-Schrift, Nr. 342, Bonn

**Lesch, Hagen**, 2003, Europäische Währungsunion und Lohnsenkungswettbewerb, in: IW-Trends, 30. Jg., Nr. 2, S. 15–25

**Logeay, Camille / Rietzler, Katja / Zwiener, Rudolf**, 2005, Lohnentwicklungen in Europa: Ein Problem für die Europäische Währungsunion?, in: WSI-Mitteilungen, 58. Jg., Nr. 12, S. 714–720

**McKinnon, Ronald I.**, 1963, Optimum currency areas, in: American Economic Review, Vol. 53, No. 4, S. 717–725

- Mundell**, Robert A., 1961, A theory of optimum currency areas, in: American Economic Review, Vol. 51, No. 4, S. 657–665
- Ott**, Alfred E., 1968, Leitlinien für die branchenmäßige Lohnfindung: Ein Beitrag zur Lohnpolitik, Schriftenreihe der Wirtschaftsvereinigung Eisen- und Stahlindustrie zur Wirtschafts- und Industriepolitik, Heft 10, Düsseldorf
- Sachs**, Jeffrey / **Sala-i-Martin**, Xavier, 1991, Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States, NBER Working Paper, No. 3855, Cambridge (Mass.)
- Scherf**, Wolfgang, 1995, Stabilitätskonforme Lohnpolitik: Ein Vergleich alternativer Lohnleitlinien aus gesamtwirtschaftlicher Sicht, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Band 214, Nr. 5, S. 557–577
- Schürfeld**, Angela, 1998, Droht ein Lohnsenkungswettbewerb in der Europäischen Währungsunion?, in: Wirtschaftsdienst, 78. Jg., Nr. 9, S. 543–549
- Siebert**, Horst, 1998, Arbeitsproduktivität und Löhne in der Europäischen Währungsunion, in: Die Weltwirtschaft, Nr. 2, S. 115–120
- Sinn**, Hans Werner, 2007, Internationaler Vergleich der Arbeitskosten: Warum Deutschland keine starken Lohnerhöhungen verträgt, in: ifo Schnelldienst, 60. Jg., Nr. 4, S. 54–59
- SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 1995, Im Standortwettbewerb, Jahresgutachten 1995/1996, Stuttgart
- SVR**, 1999, Wirtschaftspolitik unter Reformdruck, Jahresgutachten 1999/2000, Stuttgart
- SVR**, 2003, Staatsfinanzen konsolidieren – Steuersystem reformieren, Jahresgutachten 2003/2004, Wiesbaden
- Wissenschaftlicher Beirat** beim Bundesministerium für Wirtschaft, 1989, Europäische Währungsordnung, BMWi-Studienreihe, Nr. 61, Bonn



## Kapitel 6

Winfried Fuest

# Finanzpolitik in den Ländern der Europäischen Währungsunion

## Inhalt

1	Die Rolle der Finanzpolitik in der EWU	104
2	Analyse ausgewählter finanz- und haushaltspolitischer Indikatoren in der Eurozone	107
2.1	Entwicklung der Finanzierungssalden	107
2.2	Entwicklung der Bruttoverschuldungsquote	109
3	Langfristige Herausforderungen für die Finanzpolitik in der EWU	113
3.1	Demografischer Wandel	113
3.2	Nachhaltige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte	114
4	Fazit	117
	Literatur	118

# 1

## Die Rolle der Finanzpolitik in der EWU

Mit dem Start der Europäischen Währungsunion (EWU), der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), haben sich vor zehn Jahren die institutionellen wie auch die makroökonomischen Rahmenbedingungen grundlegend geändert. Auf der institutionellen Ebene ist die gemeinsame Geldpolitik in der Währungsunion der unabhängigen Europäischen Zentralbank (EZB) übertragen worden, die dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist. Hingegen blieb das Regime der Finanzpolitik weitgehend in nationaler Souveränität. Hierfür gibt es gute Gründe. Durch den Verlust einer national ausgerichteten Geld- und Währungspolitik ist es einem einzelnen Mitgliedstaat nur noch möglich, im Bereich Finanzpolitik flexibel auf konjunkturelle Veränderungen – im Extremfall sogar auf exogene Schocks – zu reagieren. Allerdings sind die verbliebenen nationalen Handlungsspielräume durch die Kriterien des Maastricht-Vertrags und dessen Vorgaben, sich innerhalb bestimmter Schuldengrenzen bei der Haushaltspolitik zu halten, eingeschränkt worden. Wie im Einzelnen in diesem Beitrag aufgezeigt wird, ergeben sich aus der unterschiedlichen institutionellen Verankerung der beiden wichtigen Bereiche Geldpolitik und Finanzpolitik einerseits Anpassungsprobleme. Andererseits resultieren daraus aber auch heilsame Koordinierungszwänge, beispielsweise zur Einhaltung einer stabilitätsgerechten Finanz- und Steuerpolitik. Vermutlich müssen diese Zwänge zukünftig sogar noch verstärkt werden, um auch die Stabilitätskultur im erweiterten Euro-Währungsraum der Zukunft tatsächlich abzusichern.

Auf der makroökonomischen Ebene gibt es eine große Interdependenz zwischen Geld- und Finanzpolitik. Haushaltsdisziplin und eine solide Finanzpolitik sind unabdingbare Voraussetzungen für die langfristige Sicherung der Stabilität der supranationalen Währung Euro. Die EZB kann nur dann eine wirksame, am Ziel der Preisstabilität orientierte Politik betreiben, wenn ihr die Finanzpolitik für diese Aufgabe durch eine entsprechende Haushalts- und Verschuldungsdisziplin den „Rücken frei hält“.

Auf diese Zusammenhänge und damit auf die wichtige Rolle der Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion macht der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) in seinem Jahresgutachten 2005/06 explizit aufmerksam. Wörtlich merkt das Gremium an: „Die Europäische Währungsunion hat die Bedingungen, unter denen die nationale Finanzpolitik operiert, in bedeutsamer Weise verändert. Zum einen entfällt mit der

einheitlichen Geldpolitik der Zins als ein Instrument der nationalen Stabilisierungspolitik, sodass die Finanzpolitik an relativer Wichtigkeit gewonnen hat. Zum anderen wird die mittelfristige bis langfristige Ausrichtung der Finanzpolitik insoweit stärker zu einer Angelegenheit des supranationalen Interesses, als eine solide Struktur der öffentlichen Haushalte eine notwendige Bedingung für den dauerhaften Erfolg der gemeinsamen Währung darstellt. Letzteres ist nicht nur im engeren Sinn einer Konfliktvermeidung zwischen nationalen Finanzpolitiken und vergemeinschafteter Geldpolitik zu sehen, sondern auch weiter gefasst als Ausdruck der Erkenntnis, dass die Finanzpolitik die langfristigen Wachstumsperspektiven im gemeinsamen Währungsgebiet maßgeblich beeinflusst“ (SVR, 2005, 437).

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass auch die EZB selbst auf die wichtige Rolle der Finanzpolitik innerhalb der Eurozone hinweist und die Bedeutung solider Staatsfinanzen für eine erfolgreiche Wirtschaftspolitik mit mehr Wachstum und Stabilität betont (EZB, 2008, 78 ff.). Höhe und Struktur der Staatseinnahmen und Staatsausgaben auf der einen Seite wie auch – korrespondierend hierzu – der öffentlichen Verschuldung auf der anderen Seite haben nach Auffassung der EZB maßgeblichen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation. Denn zu hohe Defizite werden nach Auffassung der EZB einen Nachfrage- und Inflationsdruck nach sich ziehen und die Geldpolitik auf einen restriktiven Kurs hoher Zinsen zwingen. So bestehe schließlich die Gefahr, dass sogar ein Anreiz zu einer unsoliden Finanzpolitik geschaffen werde: Infolge einer expansiven nationalen Kreditpolitik einzelner Staaten würde sich die dann notwendig werdende Zinserhöhung in Form eines negativen externen Effektes über den gesamten Währungsraum erstrecken, während es in den Urheberländern nur zu einem partiellen Anstieg der Zinsausgaben für die höhere Staatsschuld käme. Zudem untergrabe eine übermäßige Kreditaufnahme das Vertrauen der privaten Wirtschaftsakteure in den langfristigen Erfolg einer stabilitätsorientierten Geldpolitik und in das reibungslose Funktionieren der Europäischen Währungsunion (EZB, 2008, 79; CESifo, 2008, 3).

Nicht zuletzt aus diesen schwerwiegenden Gründen wurden die bereits erwähnten institutionellen Vorkehrungen getroffen, um auch in mittel- und langfristiger Perspektive die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte sicherzustellen.

Welchen hohen Stellenwert eine derart ausgerichtete Finanzpolitik besitzt, wird auch daraus deutlich, dass bereits im Vorfeld der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion in Artikel 101 des EG-Vertrags das Verbot verankert wurde, die öffentliche Kreditaufnahme über die Notenbank zu finanzieren. Zudem wurde

durch die Einführung einer sogenannten No-bail-out-Klausel sichergestellt, dass die in der Währungsunion zusammengeschlossenen Mitgliedsländer nicht für die Schulden eines einzigen Mitgliedstaates haften. Wie im Verlauf dieser Analyse näher dargestellt wird, hat der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) sanktionsbewehrte Obergrenzen für den Schuldenstand und die laufende jährliche Kreditaufnahme festgeschrieben.

Schließlich wird die bedeutsame Rolle der Finanzpolitik für das Funktionieren der Europäischen Währungsunion dadurch deutlich, dass bereits zehn Jahre vor dem Start der EWU, also 1989, im sogenannten Delors-Bericht für alle künftigen EWU-Mitglieder verbindliche disziplinierende Haushaltsregeln empfohlen wurden. Die Begründung: Nur so seien Konflikte zwischen der Geld- und Fiskalpolitik und auch unerwünschte Ungleichgewichte auf den Finanz- und Gütermärkten zu vermeiden. „However, an economic and monetary union could only operate on the basis of mutually consistent and sound behaviour by governments and other economic agents in all member countries. In particular, uncoordinated and divergent national budgetary policies would undermine monetary stability and generate imbalances in the real and financial sectors of the Community” (Committee for the study of Economic and Monetary Union, 1989, 23).

Tatsächlich kam es dann in der Zeit vor dem Start der Währungsunion zu einer disziplinierenden Wirkung in der Haushalts- und Finanzpolitik der Beitrittsländer. Nur dadurch wurde ihnen der Weg in die EWU ermöglicht.

Im folgenden Beitrag soll deshalb die finanzpolitische Entwicklung in den Ländern der Eurozone seit Beginn der EWU nachgezeichnet werden. Anschließend werden die wichtigsten finanz- und haushaltspolitischen Daten in dem Untersuchungszeitraum daraufhin überprüft, ob und inwieweit die institutionellen Vorgaben für eine tragfähige Finanzpolitik auch tatsächlich eingehalten wurden. Zudem wird untersucht, ob diese Regeln geeignet sind, die hier aufgezeigte Rolle der Finanzpolitik in der EWU auch tatsächlich auszufüllen. Abschließend werden einige Reformvorschläge unterbreitet, um eine nachhaltig und tragfähig ausgestaltete Finanz- und Haushaltspolitik auch in Zukunft sicherzustellen und damit zugleich einen Beitrag zur ökonomischen Stabilität des gesamten Währungsraums in Europa zu leisten.

# 2

## Analyse ausgewählter finanz- und haushaltspolitischer Indikatoren in der Eurozone

### 2.1 Entwicklung der Finanzierungssalden

Für die Analyse der Rolle und Ausgestaltung der Finanzpolitik seit dem Start der EWU empfiehlt es sich, die Entwicklung einiger wichtiger finanz- und haushaltspolitischer Indikatoren vor und nach Inkrafttreten des neuen Währungsverbundes zu vergleichen. Zugleich soll auf diese Weise überprüft werden, ob die einzelnen Mitgliedstaaten die oben genannten institutionellen Vorgaben in diesem Bereich eingehalten haben. Artikel 104 des 1997 unterzeichneten Amsterdamer Vertrags verpflichtet Staaten, die der Eurozone beitreten wollen, zur Einhaltung der sogenannten Maastricht-Kriterien. Diese lassen im Fiskalbereich die bekannten Referenzwerte von maximal 3 Prozent des BIP als laufenden Finanzierungssaldo und 60 Prozent des BIP als Schuldenstand zu. Der ebenso bereits vor dem Starttermin – nämlich im Jahr 1997 – verabschiedete und dann 2005 überarbeitete Stabilitäts- und Wachstumspakt enthält die Verpflichtung für die Euro-Teilnehmerstaaten, übermäßige Haushaltsdefizite zu vermeiden und mittelfristig nahezu ausgeglichene Haushalte oder sogar Überschusspositionen anzustreben. Länder mit derart konsolidierten Budgets könnten durch den Einsatz ihrer automatischen Stabilisatoren normale Konjunkturschwankungen verkraften, ohne den Referenzwert für die Defizitobergrenze von 3 Prozent zu überschreiten.

Betrachtet man nun vor dem Hintergrund dieses institutionellen Regelwerks die Entwicklung des öffentlichen Verschuldungsniveaus, so lässt sich zunächst generalisierend feststellen: Mit dem Inkrafttreten der Währungsunion hat sich die Budget- und Stabilitätsdisziplin deutlich – insbesondere gegenüber der Dekade der achtziger Jahre – verbessert (Tabelle 6.1).

Bereits ab Mitte der neunziger Jahre haben sich die späteren Euro-Teilnehmer erfolgreich bemüht, ihre laufenden Fehlbeträge in den öffentlichen Haushalten zu reduzieren. Auf diese Weise wollten sie die Maastricht-Kriterien erfüllen und sich für den Beitritt zur Währungsunion qualifizieren. So sank die gesamtstaatliche Neuverschuldungsquote in den heutigen Euroländern nach Berechnungen der EZB von durchschnittlich 4 bis 5 Prozent in den achtziger Jahren und in der ersten Hälfte der neunziger Jahre während der Währungsunion von 1999 bis 2007 auf durchschnittlich 1,9 Prozent des BIP (EZB, 2008, 79 f.). Bereits ein Jahr nach dem Start war es gelungen, die Neuverschuldung in der Eurozone bis auf 1 Prozent des BIP zu drücken. Allerdings konnte dieses geringe Verschuldungsniveau

# Öffentliche Finanzierungssalden in den Ländern der Eurozone

Tabelle 6.1

in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	1999–2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgien	-0,2	-0,8	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
<b>Deutschland</b>	-2,4	-2,2	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Irland	1,6	2,4	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Griechenland	-4,5	-3,9	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Spanien	0,1	-3,2	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Frankreich	-2,6	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Italien	-2,9	-2,8	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Zypern	-2,7	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luxemburg	2,3	3,4	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-5,3	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Niederlande	-0,5	-0,9	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Österreich	-1,5	-2,3	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugal	-3,6	-3,4	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Slowenien	-2,4	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finnland	3,9	1,7	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Eurozone	-1,9	-2,3	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Quelle: EZB, 2008, 80

in der Folgezeit aufgrund einer konjunkturellen Abschwächung nicht gehalten werden. Bis 2003 kletterte die Neuverschuldungsquote bis auf 3,1 Prozent, um dann jedoch wieder kontinuierlich zu schrumpfen – bis 2007 auf 0,6 Prozent und damit auf den niedrigsten Stand seit den siebziger Jahren.

Wie aus den Werten in Tabelle 6.1 ersichtlich ist, verlief dabei die Entwicklung in den einzelnen Ländern der Eurozone sehr unterschiedlich, sowohl in Bezug auf das Niveau als auch auf die Entwicklung der öffentlichen Kreditaufnahme. Erfreulich ist zunächst, dass am aktuellen Rand, das heißt auf Datenbasis des Haushaltsjahres 2007, die Neuverschuldungsquote in allen 15 Staaten der Eurozone innerhalb der Referenzmarke von maximal 3 Prozent des BIP gehalten werden konnte. Dieses positive Ergebnis konnte jedoch nicht über den gesamten Zeitraum von 1999 bis 2007 verbucht werden. In den Budgets vieler Teilnehmerstaaten stiegen die Defizitquoten ab 2001 deutlich an. Im extremen Fall von Griechenland erreichte die Quote gar 7,4 Prozent des BIP. Diese höheren Defi-

zite sind ein Indiz dafür, dass das Stabilitätsbewusstsein und auch die Bereitschaft zur Einhaltung der Maastricht-Kriterien in der Finanzpolitik in Zeiten einer konjunkturellen Abschwächung völlig unzureichend ausgeprägt sind.

Besorgniserregend ist in diesem Zusammenhang aber auch, dass gleich eine ganze Reihe von Volkswirtschaften, darunter auch Frankreich und Deutschland, aufgrund mangelnder Budgetdisziplin für mehrere Jahre seit Bestehen des Währungsverbundes die Maastricht-Grenze für die Neuverschuldung verletzt. Hinzu kommt, dass sie die im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts eingeleiteten Verfahren wegen der übermäßigen Defizite durch politischen Druck abwehrten. Hier stellt sich die Frage, ob der im Jahre 2005 novellierte Pakt sein Ziel – tragfähige öffentliche Haushalte in allen Mitgliedstaaten – durch sein geändertes Regelwerk in Zukunft besser erreichen kann (Deutsche Bundesbank, 2005, 15 ff.).

Anders als Frankreich ist es jedoch Deutschland zumindest gelungen, im Jahr 2007 einen ausgeglichenen öffentlichen Haushalt zu erreichen. Eine Sonderstellung nimmt Finnland ein. Dieses Land wies bereits vor dem Start der Währungsunion aufgrund seiner hohen staatlichen Einnahmen aus der Öl- und Gasförderung einen vergleichsweise hohen Überschuss im Staatshaushalt aus. Dieser Überschuss ist in den vergangenen Jahren nicht zuletzt aufgrund der höheren Energiepreise weiter gestiegen.

Positiv aus dem Rahmen fällt zudem die Finanz- und Haushaltspolitik der neuen Beitrittsländer zum Euro-Währungsverbund. So gelang es Slowenien, sein Budgetdefizit von 3,1 Prozent des BIP im Jahr 1999 auf 0,1 Prozent in 2007 zu reduzieren. Ähnlich erfolgreich waren Malta und Zypern.

Insgesamt zeigt sich damit in den einzelnen Mitgliedsländern seit Bestehen der Währungsunion ein sehr heterogenes Bild bei der Einhaltung der Budgetdisziplin. Derzeit hat nur ein Teil der Mitgliedstaaten das Ziel erreicht, die durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt begründeten Vorgaben einzuhalten. Sie erreichen also mittelfristig angemessene Haushaltspositionen, das heißt nahezu ausgeglichene Haushalte oder gar Haushaltsüberschüsse. Die Erwartung, die Einführung des Euro würde die laufenden Fehlbeträge in den öffentlichen Haushalten durch eine nachhaltig angelegte, stabilitätsorientierte Finanz- und Haushaltspolitik möglichst unabhängig vom Konjunkturzyklus reduzieren, wurde damit nur teilweise erfüllt.

## **2.2 Entwicklung der Bruttoverschuldungsquote**

Einen weiteren wichtigen Indikator zur Beurteilung der Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion bildet die sogenannte Bruttoverschuldungsquote.

## Entwicklung der öffentlichen Verschuldung in der Eurozone und der EU

Tabelle 6.2

in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgien	117,1	113,6	107,8	106,5	103,4	98,6	94,2	92,1	88,2	84,9
<b>Deutschland</b>	60,3	60,9	59,7	58,8	60,3	63,8	65,6	67,8	67,6	65,0
Irland	53,5	48,4	37,9	35,6	32,2	31,1	29,5	27,4	25,1	25,4
Griechenland	105,8	105,2	103,2	103,6	100,6	97,9	98,6	98,0	95,3	94,5
Spanien	64,1	62,3	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,7	36,2
Frankreich	59,4	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,6	64,2
Italien	114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	104,0
Zypern	58,6	58,9	58,8	60,7	64,7	68,9	70,2	69,1	64,8	59,8
Luxemburg	7,1	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,6	6,8
Malta	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,6	70,4	64,2	62,6
Niederlande	65,7	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	52,3	47,9	45,4
Österreich	64,3	66,5	65,6	66,1	65,9	64,7	63,8	63,5	61,8	59,1
Portugal	52,1	51,4	50,5	52,9	55,6	56,9	58,3	63,6	64,7	63,6
Slowenien	.	.	.	27,2	28,4	27,9	27,6	27,5	27,2	24,1
Finnland	48,2	45,5	43,8	42,3	41,3	44,3	44,1	41,3	39,2	35,4
Europäische Union	68,1	67,2	63,2	62,2	61,6	63,0	63,2	64,1	62,8	60,4
Eurozone	73,2	71,9	69,3	68,2	68,0	69,2	69,6	70,2	68,5	66,4

Quelle: Eurostat, Online-Datenbank (Wirtschaft und Finanzen)

Sie setzt den konsolidierten Schuldenstand der einzelnen Gebietskörperschaften in Relation zum BIP. Die im Gemeinschaftsrecht festgelegte Referenzmarke für diese Quote beläuft sich auf maximal 60 Prozent des BIP. Zumindest wird eine absehbar rasche Annäherung an diese Marke verlangt.

Wie in Tabelle 6.2 im Einzelnen dokumentiert, haben die Euroländer bei der Bruttoverschuldungsquote Konsolidierungsfortschritte erzielt. So ging diese gesamtstaatliche Verschuldungsquote in der Eurozone im Zeitraum 1999 bis 2007 von 71,9 Prozent des BIP bis auf 66,4 Prozent zurück. Sie liegt damit jedoch immer noch um 6,4 Punkte über dem Maastricht-Referenzwert für den Schuldenstand von 60 Prozent. Wirft man zum Vergleich bei diesem Indikator einen Blick auf andere Wirtschaftsräume, so zeigt sich, dass das Verschuldungsniveau in den USA mit einer Quote von 62,4 Prozent des BIP im Jahr 2007 nur geringfügig niedriger ausfällt. In Japan liegt das öffentliche Verschuldungsniveau bei 179 Prozent und damit deutlich höher als in Europa und den USA (IW Köln, 2008, 38).

Blickt man auf die Länder der Eurozone, so wird die disziplinierende Wirkung der Währungsunion deutlich. In den neunziger Jahren war die Verschuldungsquote im heutigen Euro-Währungsgebiet noch stark angewachsen, 1998 betrug sie 73,2 Prozent des BIP. Während der Währungsunion ging sie dann bis Ende 2007 um 6,8 Prozentpunkte zurück. Wirft man einen differenzierten Blick auf das Niveau und die Entwicklung dieses wichtigen Verschuldungsindikators in den einzelnen Ländern, so zeigt sich auch hier ein sehr heterogenes Bild. Die südeuropäischen Mitgliedsländer Italien und Griechenland wiesen 2007 Schuldenstandsquoten auf, die mit 104 Prozent und 94,5 Prozent des BIP weit über dem erlaubten Referenzwert von 60 Prozent lagen. Deutlich darunter lag das Verschuldungsniveau in Luxemburg, Slowenien und Irland. In Deutschland legte die Verschuldung im Zeitraum 1999 bis 2007 von 60,9 Prozent des BIP auf 65 Prozent zu.

Um das Niveau und die Entwicklung dieser Quoten unter dem Blickwinkel der Konsolidierungserfolge oder -misserfolge während der Währungsunion länderspezifisch beurteilen zu können, sind weitere makroökonomische und finanzpolitische Indikatoren zu berücksichtigen.

Zunächst spielen die Höhe des nominellen Wachstums der gesamtwirtschaftlichen Leistung und die konjunkturelle Entwicklung bei der Beurteilung der Verschuldungsquote eine Rolle. Das ergibt sich bereits aus der Definition dieser Quote: Sie bezieht sich auf das BIP. Als weitere Punkte sind fiskalisch autonome Ausgabenkategorien – zum Beispiel hohe Zinslasten – zu berücksichtigen, die eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und damit eine Verringerung der Verschuldung im Zeitablauf erschweren. Die Residualgröße der staatlichen Kreditaufnahme wird außerdem maßgeblich über die Einnahmenseite und damit durch die fiskalische Ergiebigkeit des Steuersystems beeinflusst. Schließlich gibt es politische Sonderfaktoren. So sind sicherlich im Fall Deutschlands bei der Bewertung der Verschuldungsentwicklung auch die finanziellen Lasten aus der Wiedervereinigung in das Kalkül einzubeziehen (Fuest/Thöne, 2007, 8 f.).

Die Europäische Zentralbank hat in ihrer im Frühjahr 2008 veröffentlichten Dokumentation „10 Jahre EZB“ die Höhe der Zinsausgaben, die maßgeblich durch den Schuldenstand und das Zinsniveau beeinflusst wird, und damit auch die Höhe der sogenannten Primärausgaben für die einzelnen Mitgliedsländer errechnet (EZB, 2008, 79).

Die Primärausgaben sind zugleich ein wichtiger Indikator für den Umfang der staatlichen Tätigkeit. Sie ergeben sich aus dem Saldo der Staatsausgaben abzüglich der Zinsausgaben. Die in Tabelle 6.3 wiedergegebenen Werte relativieren ein wenig den durch den Rückgang der Verschuldungsquote angezeigten Konsolidierungserfolg. So zeigt sich, dass die Primärausgabenquote von 1999 bis 2007

## Entwicklung der Primär- und Zinsausgaben in der Eurozone

Tabelle 6.3

in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	Verschuldung			Primärausgaben			Zinsausgaben		
	1999– 2007	1998	2007	1999– 2007	1998	2007	1999– 2007	1998	2007
Belgien	98,8	117,1	84,6	44,4	43,0	44,9	5,4	7,4	3,9
<b>Deutschland</b>	63,3	60,3	65,0	44,1	44,7	41,1	2,9	3,4	2,8
Irland	32,4	54,0	25,5	32,4	31,1	35,4	1,4	3,3	0,9
Griechenland	100,5	105,8	94,5	39,6	41,0	39,4	5,5	8,5	3,9
Spanien	49,3	64,1	36,2	36,4	36,9	37,2	2,4	4,2	1,6
Frankreich	61,5	59,4	64,2	49,8	49,4	50,0	2,8	3,3	2,6
Italien	106,9	114,9	104,0	42,7	41,3	43,8	5,4	7,9	4,7
Zypern	64,0	58,4	59,8	37,9	33,7	40,0	3,3	3,1	3,1
Luxemburg	6,4	7,4	6,8	39,6	40,6	37,3	0,2	0,4	0,2
Malta	63,8	53,4	62,6	40,4	39,8	39,3	3,5	3,2	3,3
Niederlande	51,8	65,7	45,4	43,0	42,0	43,8	2,8	4,7	2,2
Österreich	64,1	64,3	59,1	47,7	50,0	45,6	3,0	3,5	2,6
Portugal	57,5	52,1	63,6	42,4	39,5	42,9	2,8	3,3	2,9
Slowenien	26,8	23,1	24,1	44,6	44,1	41,9	1,9	2,3	1,4
Finnland	41,9	48,2	35,4	47,2	49,0	46,1	2,0	3,5	1,4
Eurozone	69,0	72,8	66,4	44,0	44,0	43,3	3,4	4,6	3,0

Quelle: EZB, 2008, 81

weitgehend konstant geblieben ist. Damit verharrten die disponiblen Ausgaben weitestgehend auf ihrem Niveau. Die Konsolidierungsanstrengungen reichten also nicht aus, um auch hier einen nachhaltigen Erfolg zu erzielen. Gleichwohl hat nach Auffassung der EZB die Währungsunion insgesamt beachtliche Konsolidierungsfortschritte mit sich gebracht. Diese manifestieren sich zum einen darin, „dass der Trend der vorangegangenen Jahre zu immer weiter steigenden Staatsausgaben- und -einnahmenquoten zum Stillstand gekommen ist“. Zum anderen hätten der Wegfall des Währungsrisikos und die makroökonomische Konvergenz in den Mitgliedstaaten der EWU dazu geführt, die Stabilität zu erhöhen und das Zinsniveau auf einem im Vergleich zu den achtziger Jahren niedrigeren Niveau zu halten. Diese erfreuliche Entwicklung, so die EZB in ihrem Fazit, sei vor allem den hochverschuldeten Mitgliedsländern zugutegekommen, weil diese nun eine niedrigere Zinslast zu tragen haben als in den achtziger Jahren (EZB, 2008, 81).

## 3

# Langfristige Herausforderungen für die Finanzpolitik in der EWU

## 3.1 Demografischer Wandel

Die Konsolidierungsfortschritte, die seit dem Start der Europäischen Währungsunion zweifellos erzielt worden sind, können jedoch nicht darüber hinwegtäuschen: Es gibt in mittel- und langfristiger Perspektive große Herausforderungen, um in Zukunft eine tragfähige Finanzpolitik zu gewährleisten. Diese Herausforderungen resultieren zunächst aus den zusätzlichen Belastungen der sozialen Sicherungssysteme, die sich bereits heute aufgrund des demografischen Wandels abzeichnen.

### Prognostizierte Veränderung ausgewählter altersbedingter Staatsausgaben von 2004 bis 2050\*

Tabelle 6.4

in den Ländern der Eurozone, in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	Altersversorgung (1)		Gesundheitswesen (2)		Pflegeversicherung (3)		Insgesamt (1+2+3)	
	EU	OECD	EU	OECD	EU	OECD	EU	OECD
Belgien	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
<b>Deutschland</b>	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Irland	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Griechenland	–	3,9	1,7	3,9	–	2,7	1,7	10,5
Spanien	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Frankreich	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Italien	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Zypern	12,9	n. v.	1,1	n. v.	n. v.	n. v.	14,0	n. v.
Luxemburg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	–0,4	n. v.	1,8	n. v.	0,2	n. v.	1,6	n.v.
Niederlande	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Österreich	–1,2	–1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugal	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Slowenien	7,3	n. v.	1,6	n. v.	1,2	n. v.	10,1	n. v.
Finnland	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
<b>Eurozone</b>	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

n. v. = nicht verfügbar;

\* Schätzungen der EU und der OECD; Aufgrund niedrigerer Aufwendungen für Bildung und Arbeitslosenunterstützung dürften sich geringfügige Ausgabenrückgänge ergeben.

Quelle: EZB, 2008, 83

Des Weiteren rühren sie aber auch aus der Notwendigkeit, im institutionellen Bereich wirksamere gesetzliche Regelungen zur Eindämmung der Staatsverschuldung zu schaffen.

Die demografiebedingten zukünftigen Belastungen der öffentlichen Haushalte kumulieren sich nach Berechnungen der Europäischen Union in den einzelnen sozialen Sicherungssystemen in einem erheblichen Umfang (European Commission, 2008, 56 ff.).

Wie im Einzelnen aus Tabelle 6.4 ersichtlich ist, werden sich die altersbedingten Staatsausgaben in der EWU von 2004 bis 2050 gemessen am BIP um bis zu 4,7 Prozent erhöhen. Nach OECD-Berechnungen für die Eurozone werden sie sogar um 8,9 Prozent des BIP über den vergleichbaren Ausgaben von 2004 liegen. Insbesondere schlagen die demografiebedingten Mehraufwendungen im Gesundheitswesen zu Buche. Vor dem Hintergrund dieser Projektionsrechnungen überrascht es nicht, dass nach Auffassung der EZB in den meisten Ländern der EWU die bisherige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte „eindeutig nicht ausreicht, um derartige Herausforderungen meistern zu können“. Daher seien in diesem Bereich dringend weitere Reformen notwendig, um die Alterssicherungssysteme in der Zukunft demografiefest zu machen (EZB, 2008, 82).

### **3.2 Nachhaltige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte**

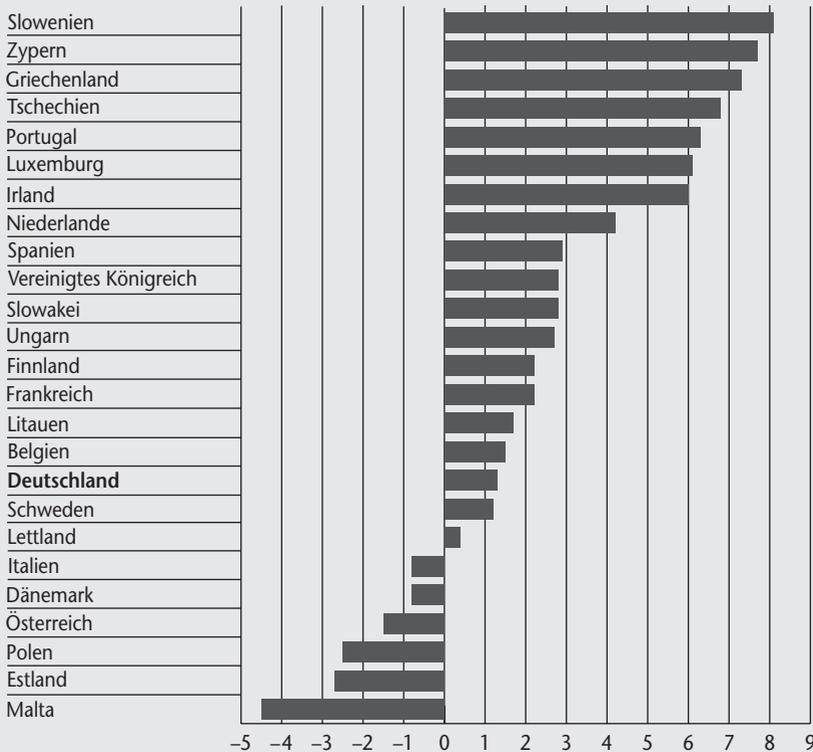
Um den gesamten zukünftigen Konsolidierungsbedarf etwas genauer quantifizieren zu können, wurden in den vergangenen Jahren im Bereich der Wissenschaft und Politik unterschiedliche Konzepte sogenannter Tragfähigkeitsanalysen erstellt. In diesen Analysen wird untersucht, wie sich der öffentliche Haushalt insgesamt (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung) mittel- und langfristig entwickeln wird. Dabei werden auf der Ausgabenseite die sich bereits heute abzeichnenden Lasten berücksichtigt, zum Beispiel die des demografischen Wandels. Auf der Einnahmenseite wird – unter Beachtung der Nebenbedingung einer nicht übermäßigen Zunahme der öffentlichen Verschuldung – die Entwicklung der Steuern und Sozialabgaben prognostiziert. Auf der internationalen Ebene hat sich in den letzten Jahren folgende Definition der Tragfähigkeit durchgesetzt: „Öffentliche Haushalte sind dann tragfähig, wenn die aktuellen und die auf der Basis des geltenden Rechts fortgeschriebenen zukünftig erzielten staatlichen Ausgaben ausreichen, um sämtliche aktuellen und künftigen Ausgaben und die Summe der aus der Vergangenheit ererbten Schulden zu decken“ (BMF, 2008, 7).

Abbildung 6.1 zeigt die aktuellen Tragfähigkeitsberechnungen der EU-Kommission, die auf der Datenbasis der aktuellen nationalen Stabilitätsprogramme

# Tragfähigkeitslücken\* in den EU-Mitgliedstaaten

Abbildung 6.1

in Prozent



\* Um diesen Prozentsatz müsste der Schuldenstand der öffentlichen Haushalte jährlich verringert werden, um die künftigen Ausgabeverpflichtungen mit den zu erwartenden Einnahmen abdecken zu können. Ein negatives Vorzeichen bedeutet: keine Tragfähigkeitslücke.

Quelle: BMF, 2008, 41

der EU-Länder erstellt wurden. Wie daraus ersichtlich wird, gibt es in einer großen Anzahl von EU-Mitgliedstaaten erhebliche Tragfähigkeitslücken und damit zugleich auch hohe Risiken für die zukünftige Stabilität ihrer Finanzpolitik. Dies gilt für den Fall, dass es diesen Ländern nicht gelingen sollte, diese Lücken so früh wie möglich zu schließen. In diesen Berechnungen werden die zukünftigen altersbedingten Lasten explizit berücksichtigt. Eine Tragfähigkeitslücke signalisiert, dass für den zugrunde gelegten Projektionszeitraum nicht gewährleistet ist, dass der Staat weder seine expliziten noch seine impliziten Verbindlichkeiten abdecken kann. Bei dem hier benutzten Tragfähigkeitsindikator wird formal die Einhaltung dieser intertemporalen Budgetrestriktion des

Staates für einen unendlichen Zeitraum eingefordert. Der für Deutschland ausgewiesene Wert von 1,3 bedeutet dann, dass das gesamtstaatliche Defizit rechnerisch Jahr für Jahr um 1,3 Prozentpunkte niedriger ausfallen müsste, um trotz der demografischen Belastungen die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu sichern. Ein negativer Wert signalisiert hingegen einen Tragfähigkeitsüberschuss. Wie im Einzelnen aus Abbildung 6.1 ersichtlich ist, weisen die meisten europäischen Staaten eher hohe Tragfähigkeitslücken auf. Die Tragfähigkeitslücke Deutschlands fällt in diesem Szenario vergleichsweise klein aus.

Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) verweist in seinem am 20. Juni 2008 veröffentlichten „Zweiten Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen“ auf die jüngsten Reformen, zum Beispiel auf die Heraufsetzung des Rentenalters und die Reform der Pflegeversicherung. Diese haben demnach dafür gesorgt, dass die Folgen des demografischen Wandels für die öffentlichen Haushalte beherrschbar seien und die Bundesrepublik nicht zuletzt deshalb nun zu den Ländern mit relativ geringen Tragfähigkeitsrisiken gehöre (BMF, 2008, 41).

Gleichzeitig betont aber das BMF in diesem aktuellen Tragfähigkeitsbericht die Notwendigkeit, den erreichten Konsolidierungserfolg durch weitere Reformen institutionell abzusichern. Dies könnte nach Vorschlag des BMF beispielsweise im Rahmen der anstehenden Föderalismusreform II durch eine wirksame, in die Verfassung eingebettete sogenannte Schuldenbremse erreicht werden. Eine solche Regel ist bereits im präventiven Bereich des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts vorhanden (BMF, 2008, 47).

In diesem Kontext könnten in Deutschland zudem die Haftungsregeln des Nationalen Stabilitätspakts verbessert werden. Bekanntlich haftet bisher lediglich der Bund für Verstöße gegen die Verschuldungsregeln. Das gilt auch dann, wenn er selbst nicht der Verursacher der übermäßigen Verschuldung ist. Grundsätzlich wäre es sinnvoll, in Zukunft mögliche Sanktionen aus der Verletzung dieses Stabilitätspakts verursachergerecht den anderen Gebietskörperschaftsebenen anzulasten. Hierdurch erhielte der Nationale Stabilitätspakt ein höheres Maß an Verbindlichkeit für eine verantwortungsbewusste Finanz- und Haushaltspolitik auf der gesamtstaatlichen Ebene. Als mittel- und langfristige Herausforderung für eine nachhaltig angelegte Finanzpolitik sieht die EZB die Mitgliedstaaten in der Pflicht, durch eine verbesserte Qualität der Staatsfinanzen die Bedingungen für mehr Wachstum und Beschäftigung zu verbessern. Konkret werden als Beispiele eine Verbesserung der Ausgabenstruktur und Reformen der Steuer- und Sozialleistungssysteme angemahnt (EZB, 2008, 82).

# 4

## Fazit

Insgesamt zeigt sich, dass die Europäische Währungsunion sich durchaus disziplinierend und damit positiv auf die Haushalts- und Finanzpolitik ihrer Mitgliedstaaten ausgewirkt hat. Zwar fallen die bisher erzielten Konsolidierungserfolge in den einzelnen Mitgliedsländern sehr unterschiedlich aus. Jedoch wurden inzwischen auf der Ebene der EWU eine ganze Reihe – auch institutioneller – Vorkehrungen getroffen, um nach der Aufnahme von Ländern in die EWU eine am Stabilitätsziel ausgerichtete nationale Finanzpolitik sicherzustellen. Gleichwohl sind in den EWU-Mitgliedstaaten weitere Reformen insbesondere im Sozialbereich notwendig, um in Zukunft das Ziel einer nachhaltigen Tragfähigkeit zu erreichen oder abzusichern.

## Literatur

**BMF** – Bundesministerium der Finanzen, 2008, Zweiter Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, Berlin

**CESifo** – Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research, 2008, What do we really know about fiscal sustainability in the EU? A Panel Data Diagnostic, CESifo Working Paper, No. 2226, München

**Committee for the study of Economic and Monetary Union**, 1989, Report on economic and monetary union in the European Community, Brüssel

**Deutsche Bundesbank**, 2005, Die Änderungen am Stabilitäts- und Wachstumspakt, in: Monatsbericht April, 57. Jg., Nr. 4, Frankfurt am Main, S. 15–21

**European Commission**, 2008, Public finances in EMU – 2008, Brüssel

**EZB** – Europäische Zentralbank, 2008, Monatsbericht: 10 Jahre EZB 1998–2008, Frankfurt am Main

**Fuest**, Winfried / **Thöne**, Michael, 2007, Tragfähige Finanzpolitik: Ein weiter Weg für Deutschland, IW-Positionen, Nr. 25, Köln

**IW Köln** – Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2008, Standort Deutschland: Ein internationaler Vergleich, Köln

**SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2005, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, Jahresgutachten 2005/2006, Wiesbaden

## Kapitel 7

Jürgen Matthes

# Zunehmende Ungleichgewichte im Euroraum: Gefahr für die Europäische Währungsunion?

## Inhalt

1	Einleitung	120
2	Wirtschaftliche Ungleichgewichte in der EWU und ihre Ursachen	121
2.1	Bestandsaufnahme	121
2.2	Ursachen der Ungleichgewichte	122
3	Ist der Wettbewerbsfähigkeitseffekt stark genug?	127
3.1	Frühere Erkenntnisse	127
3.2	Neue Erkenntnisse	128
4	Droht die Gefahr von Leistungsbilanzkrisen?	138
4.1	Blick auf die Kapitalbilanz	138
4.2	Blick auf die Handels- und Leistungsbilanz	139
4.3	Zwischenfazit	141
5	Zusammenfassung und Ausblick	142
	Anmerkungen	145
	Literatur	148

# 1

## Einleitung

Trotz ihrer Anfangserfolge vor allem in den Punkten Preisstabilität, Konvergenz und Finanzmarktintegration (vgl. Römer, Kapitel 2, Seite 25 ff.; Matthes, Kapitel 3, Seite 45 ff.; EU-Kommission, 2008a) steht der Europäischen Währungsunion (EWU) die eigentliche Bewährungsprobe erst noch bevor. Das behaupten zumindest einige Experten (zum Beispiel Tilford, 2006; Belke/Gros, 2007; Starbatty, 2007). Tatsächlich ist es seit 1999 zu erheblichen Ungleichgewichten zwischen den EWU-Staaten gekommen. Vor allem die südeuropäischen Länder haben infolge anhaltend hoher Steigerungsraten von Löhnen und Inflation immer mehr an internationaler Wettbewerbsfähigkeit verloren.

In einer Währungsunion kann diesem Muster, das aus der Historie durchaus bekannt ist, keine Währungsabwertung mehr entgegengesetzt werden. Auch die nationale Geldpolitik steht nicht mehr zur Verfügung, um mögliche über den Außenhandel kommende Konjunkturdämpfer abzufedern.<sup>1</sup> Da auch andere Anpassungsmechanismen an die Ungleichgewichte nur wenig effektiv erscheinen, droht den südeuropäischen Ländern – der Argumentation der EWU-Kritiker zufolge – die Gefahr einer schmerzhaften Anpassungsphase. Um ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen, müssen sie demnach über längere Zeit Lohnverzicht üben und eine hohe Arbeitslosigkeit hinnehmen. Im Ergebnis könnte es dazu kommen, dass der Euro in Südeuropa zum Sündenbock für die Wirtschaftskrise gemacht wird und so einen massiven Imageschaden erleidet. Im schlimmsten Fall folgt möglicherweise gar ein Austritt einzelner Staaten aus der EWU. Eine solche Forderung tauchte vor einiger Zeit in Italien bereits in der öffentlichen Debatte auf (Eichengreen, 2007).

Dieser Beitrag hinterfragt dieses düstere Szenario. Zunächst zeigt Abschnitt 2 auf, wie es – auch unter Beteiligung der EWU – zu den Ungleichgewichten gekommen ist. Danach wird in Abschnitt 3 genauer erörtert, wieso die Korrekturmechanismen in der Währungsunion und hier vor allem der Wettbewerbsfähigkeitseffekt nur wenig effektiv waren. Abschnitt 4 problematisiert die hohen Leistungsbilanzdefizite einiger Staaten. Abschnitt 5 gibt einen Ausblick auf die zu erwartende Entwicklung.

# 2

## Wirtschaftliche Ungleichgewichte in der EWU und ihre Ursachen

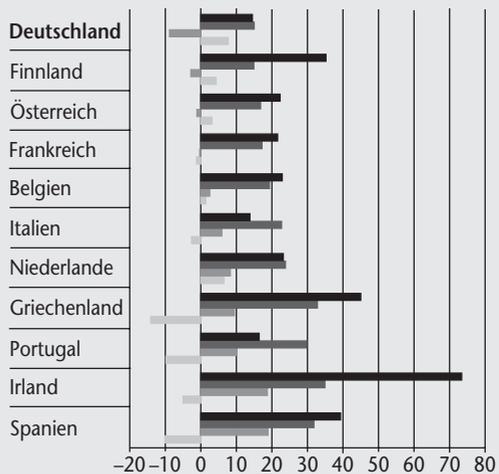
### 2.1 Bestandsaufnahme

Wirtschaftliche Ungleichgewichte können in kurz- oder längerfristiger Sicht auftreten. Für die kurze Frist liefert die empirische Forschung über die Europäische Währungsunion keinen besonderen Anlass zur Besorgnis. Demnach sind die Ähnlichkeiten der Konjunkturzyklen und Inflationsraten zwischen den Ländern der Eurozone seit Anfang der neunziger Jahre – also seit dem EU-Binnenmarktprogramm und während der Vorbereitungsphase auf die EWU – größer geworden. Allerdings sind die Ergebnisse mit Blick auf den Konjunkturzyklus noch etwas widersprüchlich (Giannone/Reichlin, 2006; Haan et al., 2007; Mink et al., 2007). Seit Beginn der Währungsunion lassen sich aber kaum Hinweise auf eine weitere Verringerung der Unterschiede zwischen den EWU-Ländern finden. Die (ungewichteten) Divergenzen bei Wachstum, Konjunktur und Inflation zwischen den Ländern der Eurozone sind aber bereits im Großen und Ganzen recht ähnlich gelagert wie die innerhalb der USA (Benalal et al., 2006; Giannone/Reichlin, 2006; EU-Kommission, 2008b, 63).

In längerfristiger Betrachtung zeigt sich jedoch im Vergleich zu den USA oder den deutschen Bundesländern, dass die Unterschiede bei den Inflationsraten in der Eurozone viel dauerhafter

### Divergenzen im Euroraum: Abbildung 7.1 Eine erste Bestandsaufnahme

- Kumulierter Anstieg des realen BIP, 1999 bis 2007, in Prozent
- Kumulierte Veränderung der Verbraucherpreise, 1999 bis 2007, in Prozent
- Kumulierte Veränderung des realen effektiven Wechselkurses gegenüber 36 Industrieländern, 1999 bis 2007, in Prozent
- Leistungsbilanzsaldo im Jahr 2007, in Prozent des BIP



Realer effektiver Wechselkurs (REWK): berücksichtigt die Wechselkursveränderung des Euro im Handel mit Nicht-EWU-Staaten, die Preissteigerung gemäß dem BIP-Deflator und die unterschiedliche regionale Handelsstruktur der Staaten; Reihung der Staaten nach dem REWK.  
Quellen: OECD, 2008a; EU-Kommission, 2008c; eigene Berechnungen

sind (SVR, 2005, 417; Altissimo et al., 2006; EU-Kommission, 2008b, 53 ff.). Abbildung 7.1 verdeutlicht, dass die über die Zeit aufgelaufenen (kumulierten) Ungleichgewichte zu ganz erheblichen Verschiebungen bei der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit geführt haben. Diese wird hier anhand des realen effektiven Wechselkurses (REWK) gegenüber 36 Industrieländern ausgewiesen und bildet somit auch die Effekte der Euro-Wechselkursschwankungen ab (zur Erläuterung siehe Abbildung 7.1).

Ins Auge fallen vor allem Spanien, Griechenland und Irland. Diese Länder mussten bei hohen Wachstums- und Inflationsraten seit 1999 eine deutliche Steigerung des REWK hinnehmen. Diese reale Aufwertung hat ihre Exporte teurer und Importe billiger gemacht und damit vor allem in Spanien und Griechenland zu erheblichen Außenhandels- und Leistungsbilanzdefiziten beigetragen. Portugal erging es ähnlich – allerdings bei deutlich schwächerem BIP-Wachstum. Italien teilt mit Portugal die schwache ökonomische Performance und teilweise auch die reale Aufwertung, weist allerdings bei Inflation und Leistungsbilanzdefizit geringere Ausschläge aus. All diesen Ländern steht die deutsche Wirtschaft nahezu diametral gegenüber – vor allem mit einer niedrigen Inflation, einer deutlichen realen Abwertung und einem hohen Leistungsbilanzüberschuss.

## 2.2 Ursachen der Ungleichgewichte

Diese Entwicklung scheint die eingangs genannten Klischees und Sorgen über die südeuropäischen Länder zu bestätigen.<sup>2</sup> Doch ganz so einfach liegen die Dinge nicht (Übersicht 7.1). So kam es zwar durchweg zu einer Erhöhung der nominalen Lohnstückkosten. Die jahresdurchschnittlichen Reallöhne je Arbeitnehmer stiegen aber in Südeuropa aufgrund hoher Inflationsraten zwischen 2002

### Allgemeine Gründe für Ungleichgewichte und Inflationspersistenz

Übersicht 7.1

#### Ökonomische Schocks

Wirtschaftliche Ungleichgewichte zwischen den EWU-Staaten können aus verschiedenen Gründen entstehen (SVR, 2005, 417; Giannone/Reichlin, 2006; EZB, 2007, 86; EU-Kommission, 2008b, 46 ff.). Vor allem ökonomische Schocks, die sich unterschiedlich auf die Länder auswirken, spielen dabei eine Rolle.

Sie können entstehen, wenn Länder asymmetrisch auf gemeinsame Schocks wie beispielsweise einen Ölpreisanstieg oder Euro-Wechselkursänderungen reagieren, weil sie verschiedene Energieintensitäten und Handelsstrukturen haben. Dies hat in der EWU aber bis vor kurzem keine große Rolle gespielt (EZB, 2007, 86; EU-Kommission, 2008b, 46). Seit dem Sommer 2007 jedoch haben die – vorübergehend – sehr starken Preisanstiege bei Öl und Nahrungsmitteln die Inflationsdivergenzen merklich verstärkt (Issing, 2008, 20). Dagegen erweisen sich die Wachstumsreaktionen auf die einheitliche Geldpolitik, die ebenfalls einen gemeinsamen Schock darstellt, in den verschie-

denen Ländern der Eurozone als recht ähnlich (EZB, 2007, 86). Eine gestiegene Bedeutung gemeinsamer Schocks in der Eurozone könnte zudem darauf hindeuten, dass die Geldpolitik der EZB den Konjunkturgleichlauf gefördert hat (Stavrev, 2007).

Daneben können länderspezifische Schocks zu Ungleichgewichten führen. Sie sind in der Tat der wesentliche Treiber der Divergenzen in der Eurozone (Giannone/Reichlin, 2006; Stavrev, 2007). Zu diesen Schocks zählen zum einen ökonomische Entwicklungen wie die Realzinssenkung in vielen Ländern im Vorfeld der EWU (siehe dazu ausführlich Abschnitt 2.2), die deutsche Wiedervereinigung, eine starke Zuwanderung in Spanien und Irland, ein beschleunigter technischer Fortschritt in Griechenland und Irland oder ein verlangsamer technischer Fortschritt in Spanien, Italien und Portugal (Giannone/Reichlin, 2006; EU-Kommission, 2008b, 57). Zum anderen können aber auch wirtschaftspolitische Maßnahmen in einzelnen Ländern zu Ungleichgewichten führen. Die Wirkung der Fiskalpolitik ist dabei nicht eindeutig. Einerseits dürfte die durch die EWU oktroyierte Fiskaldisziplin zwar zu mehr Konjunkturgleichlauf beigetragen haben (Darvas et al., 2005). Andererseits haben die öffentlichen Haushalte aber teilweise prozyklisch gewirkt und mögliche Divergenzen verstärkt (Mongelli, 2008, 36 f.). Insgesamt hat die Fiskalpolitik offenbar nur eine eher geringe Rolle für die Ungleichgewichte gespielt (Böwer/Guillemineau, 2006; Fagan/Gaspar, 2007).

Dagegen war die Lohnpolitik ein Treiber der Ungleichgewichte. Zwar stiegen die Reallöhne je Arbeitnehmer in Südeuropa kaum an (außer in Griechenland). Doch die jahresdurchschnittliche Arbeitsproduktivität wuchs wischen 2002 und 2007 kaum – in Spanien betrug die Rate 0 Prozent und in Italien –0,1 Prozent. In Portugal legte sie nur um 1,1 Prozent zu, in Griechenland dagegen um 3 Prozent. Daher führten Nominalloohnerhöhungen, auch wenn sie kaum die Inflationsrate ausgleichen konnten, trotzdem zu einer Erhöhung der nominalen Lohnstückkosten.<sup>3</sup> Diese Kostenbelastung überwälzten die Unternehmen weitgehend auf die Preise, weshalb die Inflation hoch blieb und sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit verschlechterte.<sup>4</sup> Das gilt auch für Griechenland, wo die Lohnerhöhungen über den starken jahresdurchschnittlichen Produktivitätsfortschritt hinausgingen.

### **Inflationspersistenz**

Diese verschiedenen Schocks führen grundsätzlich nur zu vorübergehenden Ungleichgewichten, die sich in der Regel allmählich wieder zurückbilden: In der Eurozone halten sie aber recht lange an. Dies gilt allerdings weniger für Deutschland und andere traditionell stabilitätsorientierte Länder, sondern vor allem für die südeuropäischen (und einige andere) Staaten, wo sich eine hohe Persistenz der Inflation zeigt (Hofmann/Remsperger, 2005). Dahinter steckt teilweise ein wirtschaftlicher Aufholprozess von Wohlstand und Preisniveau. Der kann allerdings nur einen kleinen Teil der Inflationsunterschiede erklären (Stavrev, 2007).

Weitere Gründe für die hohe (zuletzt aber im Langfristvergleich leicht rückläufige) Persistenz der Inflationsraten sind durch das Inflation Persistence Network (IPN), das von der EZB einberufen wurde, untersucht worden (Altissimo et al., 2006; SVR, 2005, 417 ff.; Dhyne et al., 2006; EU-Kommission, 2008b, 63). Demnach erfolgen Preisanpassungen im Euroraum durchschnittlich nur etwas mehr als einmal im Jahr, in den USA dagegen ungefähr halbjährlich. Im Einzelhandel und allgemein bei Dienstleistungen zeigt sich in der Eurozone eine besonders hohe Preisrigidität. Generell lassen sich die hohe Inflationspersistenz und die nur träge Anpassung der Inflation an die zyklische Entwicklung (besonders in schwachen Konjunkturphasen) auf einen Mangel an Wettbewerb und strikte Regulierungen auf den Produktmärkten zurückführen (Cournède et al., 2005; EU-Kommission, 2008b, 182). Ebenso spielen rigide Arbeitsmärkte eine Rolle, die Lohnsenkungen erschweren – zum Beispiel durch hohe Mindestlöhne, großzügige Hilfe bei Arbeitslosigkeit, einen strikten Kündigungsschutz oder eine hohe Gewerkschaftsdichte (EU-Kommission, 2008b, 182).

Eigene Zusammenstellung

und 2007 kaum oder gingen sogar zurück (Italien: 0,4 Prozent; Spanien: 0 Prozent; Portugal: -0,3 Prozent). Eine Ausnahme ist Griechenland, hier betrug der jahresdurchschnittliche Zuwachs 3 Prozent.

Zentrale Ursachen für die ökonomischen Ungleichgewichte liegen neben der länderspezifischen Lohnpolitik auch bei der EWU selbst – und damit nicht in erster Linie bei den südeuropäischen Ländern. Als wichtiger Faktor ist vor allem der massive Rückgang der Zinsen in den vormaligen Hochzinsländern Südeuropas zu nennen (siehe zur Illustration EU-Kommission, 2008b, 109 f.).<sup>5</sup>

Dies wirkte wie ein massives Konjunkturprogramm, regte die Binnennachfrage stark an und war eine wichtige Triebkraft für die Ungleichgewichte (SVR, 2005, 420 ff.; EU-Kommission, 2006, 217 ff.; Henzel/Sauer, 2006; Fagan/Gaspar, 2007; Langedijk/Roeger, 2007; EU-Kommission, 2008b, 53 ff.). Die niedrigeren Realzinsen und Kapitalkosten führten zu einem starken Wachstum der Kreditnachfrage und zu einer Expansion des Konsums und von Investitionen, vor allem im Immobiliensektor. Zwischen 2001 und 2005 trugen die Bauinvestitionen in Spanien, Griechenland, Italien und auch Frankreich rund 25 bis 30 Prozent zum jeweiligen Wirtschaftswachstum bei. Modellsimulationen zeigen aber, dass die Effekte des positiven Zinsschocks für sich genommen auf Dauer weitgehend auslaufen dürften (EU-Kommission, 2006, 218; Langedijk/Roeger, 2007; EU-Kommission, 2008b, 55 ff.).

In der Realität allerdings wurden die expansiven Auswirkungen der Realzinssenkungen durch mehrere Faktoren verstärkt, die ihrerseits zumindest teilweise auf die EWU zurückzuführen sind:

- Ein Faktor sind die Wechselkursfixierungen zu Beginn der EWU. Vor allem in den Fällen von Spanien und Italien hat der endgültig festgelegte Euro-Wechselkurs die Effekte der starken Abwertungen, zu denen es Anfang der neunziger Jahre gekommen war, weitgehend festgeschrieben. Das dürfte die Konjunktur beider Länder über den Außenhandel weiter angekurbelt haben, weil Exporte günstig und Importe eher teuer blieben.
- Neben der Realzinssenkung im Vorfeld der EWU haben weitere Faktoren zu einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für die südeuropäischen Länder geführt. Im Zusammenhang mit der EWU floss vermehrt ausländisches Kapital in diese Staaten, weil das Abwertungsrisiko nicht mehr relevant war und die Transaktionskosten des Währungstauschs entfielen (Deutsche Bundesbank, 2007; Ahearne et al., 2008). Außerdem hatten die südeuropäischen Länder in den neunziger Jahren ihre Finanzmärkte dereguliert, womit Kredite leichter zugänglich wurden. Dies dürfte ebenfalls noch nachgewirkt haben (EU-Kommission, 2008b, 110; Abreu, 2006). Und schließlich kam es nach dem Jahr 2000 in den

Industrieländern insgesamt zu sinkenden Zinsen – teils aufgrund einer sehr expansiven Geldpolitik vor allem in den USA, teils aufgrund von Kapalexporten von China und anderen Staaten mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen.

- Zusätzlich haben zwei Effekte, die sich selbst und gegenseitig verstärken, maßgeblich zum Konjunkturboom und zu anhaltend niedrigen Realzinsen beigetragen. Darauf wird im Weiteren genauer eingegangen.

Erstens kam es, wie schon angedeutet, nach Beginn der EWU in den süd-europäischen Staaten (in Portugal nur anfangs) zu einem Immobilienboom mit stark steigenden Immobilienpreisen.<sup>6</sup> Weil die Eigentümer sich durch diese Preisanstiege reicher fühlten, gaben sie mehr aus. Zusammen mit dem so erhöhten privaten Konsum haben die stark expandierenden Bauinvestitionen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage belebt und zu mehr Inflationsdruck geführt. Eine höhere Inflation bedeutet aber niedrigere Realzinsen, was die Immobiliennachfrage weiter steigerte. Den gleichen Effekt bewirkte die Tatsache, dass Banken aufgrund der Erwartung weiter steigender Immobilienpreise leichter Hypothekenkredite vergaben. Der Immobilienboom, der durch die Zinssenkung im Vorfeld der EWU angestoßen wurde, hat sich so nicht nur selbst verstärkt, sondern über starke expansive Konjunkturimpulse auch merklich zu den Wachstums- und Inflationsungleichgewichten beigetragen.

Zweitens – und hier kommt die EWU wieder ins Spiel – gab es einen sich selbst verstärkenden sogenannten Realzinseffekt (EU-Kommission, 2006, Kapitel V; Henzel/Sauer, 2006; Wickens, 2007; Mongelli, 2008). Wegen der einheitlichen Geldpolitik in der Eurozone glichen sich die kurzfristigen Nominalzinsen an. Auch bei den langfristigen Nominalzinsen waren die Unterschiede zwischen den Euroländern sehr gering. Die hohen Inflationsraten in Südeuropa führten zu niedrigen Realzinsen, welche die ohnehin boomende Wirtschaft noch weiter ankurbelten. Das ließ die Inflationsraten erneut zunehmen und die Realzinsen noch weiter sinken.<sup>7</sup> In der Folge fielen die (ex ante) Realzinsen in Südeuropa deutlich unter das für den Boom angemessene Niveau (Ahearne et al., 2008). In Spanien kam es über mehrere Jahre sogar zu negativen kurzfristigen Realzinsen, kurzzeitig passierte das auch in Italien (Henzel/Sauer, 2006, 20).<sup>8</sup> Diese erwiesen sich empirisch als wichtiger Einflussfaktor auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage (Hofmann/Remsperger, 2005). Auch bei den langfristigen, für die Investitionen relevanten Realzinsen zeigten sich auf Basis der Inflationserwartungen von Consensus Forecast in den Jahren 2003 bis 2006 Unterschiede von rund 1 Prozentpunkt zwischen Deutschland und Spanien.

Dieser Realzinseffekt hat die Konjunktur weiter angekurbelt und die Wachstums-, Inflations- und Wettbewerbsfähigkeitsdivergenzen in der Eurozone noch

vergrößert. Beide Effekte – Immobilienboom und Realzinseffekt – verstärkten sich über die genannten Wege zudem noch gegenseitig.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten: Die EWU hat teilweise selbst zu den Ungleichgewichten beigetragen, deren Beseitigung sie nun dadurch erschwert, dass sie den Staaten die nationale Geld- und Wechselkurspolitik nimmt. Allerdings gibt es in einer Währungsunion auch Kräfte, die darauf hinwirken, die Ungleichgewichte wieder zu reduzieren:

- Den sogenannten Absorptionseffekt (Wickens, 2007) weisen Hofmann/Remspesger (2005) empirisch nach. Demnach stützt ein boomendes Land über die hohe Nachfrage nach Exporten in einem Land mit schwächerem Wachstum die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.
- Daneben existiert ein Kapazitäts- oder Kapitalstockeffekt (Henzel/Sauer, 2006). Niedrige Realzinsen fördern die Investitionstätigkeit. Damit wächst mittelfristig das Produktionspotenzial und aus gesamtwirtschaftlicher Sicht das Angebot relativ zur boomenden Nachfrage. Dieser Effekt dämpft die Inflationsdivergenz.
- Vor allem aber spielt der sogenannte Wettbewerbsfähigkeitseffekt (WFE) eine zentrale Rolle. Demnach führt ein starker Anstieg des REWK dazu, dass sich Exporte schlechter entwickeln und Importe steigen. Das – so die Hoffnung – bremst die Konjunktur und damit das Lohn- und Inflationswachstum so stark, dass die Ungleichgewichte auch bei der internationalen Wettbewerbsfähigkeit allmählich abgebaut werden (Hofmann/Remspesger, 2005; EU-Kommission, 2006, Kapitel IV; EZB, 2007; EU-Kommission, 2008b, 55 ff.). Die Erwartung wird vor allem damit begründet, dass der WFE bei bleibenden Inflationsdivergenzen immer stärker werden sollte und mit sinkenden Inflationsraten erst nach und nach gemildert werden kann. Dagegen wird der Realzinseffekt bei bleibenden Inflationsdivergenzen nicht stärker und kehrt sich bei einer unterdurchschnittlichen Inflationsrate kurzfristig sogar um und wirkt zusätzlich bremsend.

Allerdings sind diese Effekte in den südeuropäischen Ländern bislang nicht stark genug gewesen, um die immer größer werdenden Ungleichgewichte hinreichend zu bremsen und in eine Konvergenz zu zwingen. Dies gilt vor allem für den WFE. So war die Konjunkturbremsung durch den Außenhandel gemessen an dessen Wachstumsbeitrag im Zeitraum 1999 bis 2004 nur relativ gering – zumindest im Vergleich zur teils stark expandierenden Binnennachfrage in den südeuropäischen Ländern (SVR, 2005, 424). Diese Betrachtung wird im Folgenden aktualisiert. Zudem wird gefragt, welche Gründe dafür verantwortlich sind, dass der WFE nur begrenzt stabilisierende Effekte entfaltet hat.

# 3

## Ist der Wettbewerbsfähigkeitseffekt stark genug?

### 3.1 Frühere Erkenntnisse

Schon seit einiger Zeit setzen sich Ökonomen mit der Frage auseinander, ob der WFE den Realzinseffekt dominiert oder nicht. Zum einen versuchen sie, dies mit ökonomischen Modellen zu prüfen, in denen sie beide Effekte mehr oder weniger aufwendig theoretisch nachbilden (EU-Kommission, 2006, 221 ff.; Henzel/Sauer, 2006; Wickens, 2007; Belke/Gros, 2007; Langedijk/Roeger, 2007). Dabei zeigen sich unterschiedliche Ergebnisse. Das ist nicht verwunderlich, da es stark auf die Annahmen ankommt, die in diesen Modellen verwendet werden.<sup>9</sup> Gleichwohl können sie einige nützliche Einsichten vermitteln. So dominiert der WFE den Realzinseffekt zum Beispiel umso eher, je offener ein Land für den Außenhandel ist, je stärker heimische durch ausländische Waren ersetzt werden können, je schwächer die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf den Realzins reagiert und je weniger die Inflationserwartungen sich an der Vergangenheit orientieren, was den Realzinseffekt stärkt.

Zum anderen lässt sich die Stärke des WFE statistisch mittels Daten der Vergangenheit prüfen (Hofmann/Remsperger, 2005; EU-Kommission, 2006, 114 ff.; EU-Kommission, 2008b, 55 ff.). Hofmann/Remsperger (2005) ermitteln für den Zeitraum 1999 bis 2004, dass auf kurze Sicht der Realzinseffekt – gemessen als kurzfristiger Realzins – doppelt so stark auf die Produktionslücke (aktuelles Wachstum minus Trendwachstum) wirkt wie der WFE, der als realer effektiver Wechselkurs (REWK) gemessen wird. Auf längere Sicht – so postulieren die Autoren – sollte der WFE aber dominieren, weil er wie erwähnt im Zeitverlauf immer stärker wird.

Die EU-Kommission (2006; 2008b) untersucht den WFE genauer. Um die Ergebnisse besser einordnen zu können, wird die Wirkungsweise des WFE bei einem Boom anhand mehrerer Schritte idealtypisch aufgezeigt:

1. Zunächst führt eine hohe Nachfrage und deutlich positive Produktionslücke zu stark steigenden Löhnen und Preisen und einem Anstieg des REWK.
2. Die dadurch verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit erschwert Exporte, erleichtert Importe und führt zu einem negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels.
3. Dieser Außenhandelseffekt senkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch die Produktionslücke.

4. Wenn die Produktionslücke negativ geworden ist, verringern sich nachfolgend das Lohn- und das Preiswachstum.
5. Dies sollte wieder zu einem Sinken des REWK führen.

Mit Blick auf den ersten und den kombinierten vierten und fünften Schritt ermittelt die EU-Kommission (2006, 114 ff.; 2008b, 59) für das Gros der EWU-Länder für den Zeitraum zwischen 1970 und 2005 beziehungsweise 2006, dass der REWK zwischen 0,7 und 1,2 Prozent stieg (sank), wenn die Produktionslücke des vergangenen Jahres relativ zu den übrigen Euroländern um 1 Prozentpunkt gestiegen (oder gesunken) war. Nach 1999 ist dieser Wert etwas geringer, weil es seitdem nicht mehr die Möglichkeit der nominalen Wechselkursabwertung gibt.<sup>10</sup> Hier wäre es interessant zu untersuchen, ob der REWK im Boom auf eine positive Produktionslücke stärker reagiert (Schritt 1) als im Abschwung auf eine negative (Schritt 4 und 5). Diesen Effekt macht die EU-Kommission (2006, 116 ff.) – allerdings nur mit Blick auf die Entwicklung der Lohnstückkosten – als einen wichtigen Triebfaktor für die Inflation und den REWK aus. In der Tat zeigt sie bei einer Untersuchung des Zeitraums 1980 bis 2005 auf, dass die Lohnstückkosten im Boom stärker steigen, als sie im Abschwung fallen.

Darüber hinaus beleuchtet die EU-Kommission (2008b, 58) mit einer rein grafischen Darstellung den zweiten Schritt – also die Wirkung einer realen Aufwertung auf den Wachstumsbeitrag des Außenhandels für die EWU-Staaten in den Zeiträumen 1991 bis 1998 und 1999 bis 2007. Hier zeigt sich zwar tendenziell ein negativer Zusammenhang: je höher der Anstieg des REWK, desto geringer der Wachstumsbeitrag des Außenhandels. Allerdings gibt es – neben dem herausragenden Beispiel Irland – eine ganze Reihe von Staaten, bei denen eine reale Aufwertung entgegen der Erwartung mit einem positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels einhergeht.

Insgesamt können diese Ergebnisse die Effektivität des WFE nur in begrenztem Maße belegen. Schritt 3 wird nicht betrachtet. Aus der Untersuchung der übrigen Schritte lässt sich kein endgültiges Urteil über die Stärke des WFE ableiten. Schließlich erscheint es nur mäßig sinnvoll, den Zeitraum ab 1970 zu untersuchen. Das geschieht sicherlich deshalb, weil andernfalls die Datenmenge zu gering wäre, um belastbare Schlussfolgerungen zu ziehen.

## 3.2 Neue Erkenntnisse

### **Hinreichende Wachstumsbremsung durch den Außenhandel?**

Im Folgenden wird gerade aus diesem Grund auf eine ökonometrische Untersuchung verzichtet. Stattdessen werden die Daten einzelner Staaten grafisch aus-

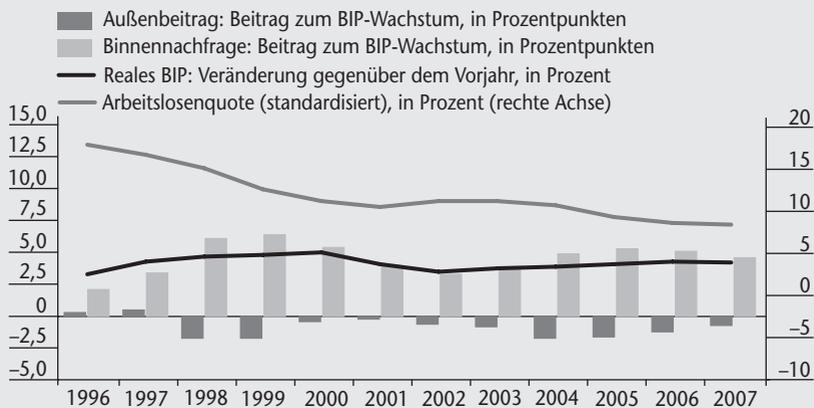
gewertet, um die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbsfähigkeitseffekts (WFE) anhand der wichtigsten Schritte – und gerade auch des Schritts 3 – für den Zeitraum ab 1995 nachzuvollziehen (Abbildungen 7.2 bis 7.5).

## Wettbewerbsfähigkeit und Außenhandel: Spanien Abbildung 7.2a



Quellen: OECD, 2008a; EU-Kommission, 2008c; eigene Berechnungen

## Konjunkturerwirkungen des realen Außenbeitrags: Spanien Abbildung 7.2b



Quellen: OECD, 2008a; eigene Berechnungen

## Wettbewerbsfähigkeit und Außenhandel: Griechenland

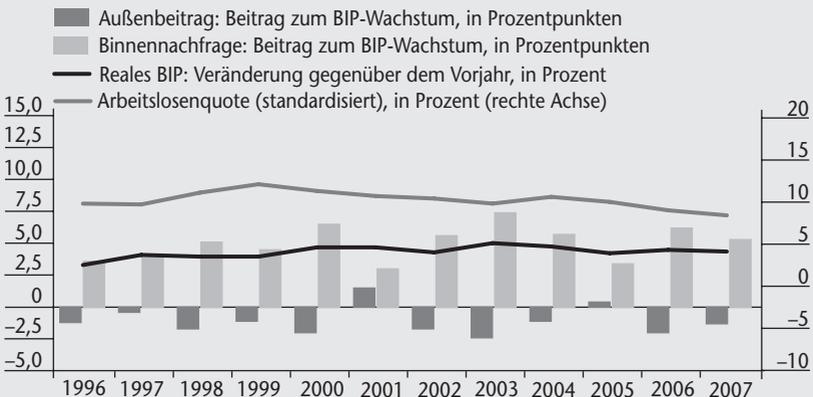
Abbildung 7.3a



Quellen: OECD, 2008a; EU-Kommission, 2008c; eigene Berechnungen

## Konjunkturwirkungen des realen Außenbeitrags: Griechenland

Abbildung 7.3b



Quellen: OECD, 2008a; eigene Berechnungen

Dabei zeigen die Abbildungen 7.2a bis 7.5a zunächst, dass Schritt 1 – ein Anstieg des realen effektiven Wechselkurses (REWK) in Reaktion auf eine boomende Wirtschaftsentwicklung – in allen südeuropäischen Ländern mehr oder weniger ausgeprägt zu erkennen ist. Dabei werden die jeweiligen REWK auf

## Wettbewerbsfähigkeit und Außenhandel: Italien

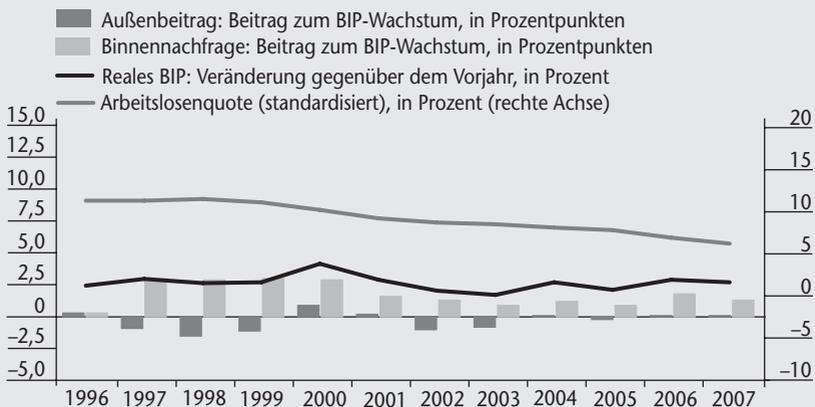
Abbildung 7.4a



Quellen: OECD, 2008a; EU-Kommission, 2008c; eigene Berechnungen

## Konjunkturwirkungen des realen Außenbeitrags: Italien

Abbildung 7.4b



Quellen: OECD, 2008a; eigene Berechnungen

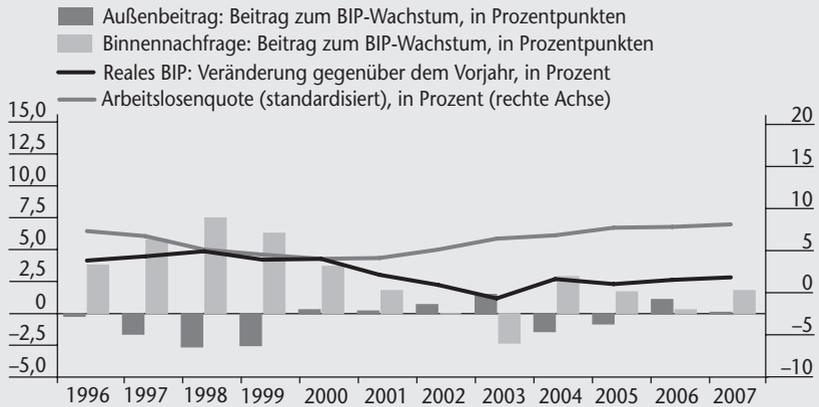
Basis von Lohnstückkosten der Industrie und von Exportpreisen verwendet (zur Erläuterung siehe Übersicht 7.2). Auch in der jüngsten Zeit ist der REWK noch nicht wieder gesunken (außer in Portugal auf Basis der Lohnstückkosten der Industrie), teilweise ist er sogar weiter gestiegen.

## Wettbewerbsfähigkeit und Außenhandel: Portugal Abbildung 7.5a



Quellen: OECD, 2008a; EU-Kommission, 2008c; eigene Berechnungen

## Konjunkturwirkungen des realen Außenbeitrags: Portugal Abbildung 7.5b



Quellen: OECD, 2008a; eigene Berechnungen

Bei Schritt 2 – der negativen Wirkung des erhöhten REWK auf den Außenbeitrag – zeigen sich jedoch bereits erhebliche Ungereimtheiten im Vergleich zum idealtypischen Verlauf des WFE.

Nominale effektive – also handelsgewichtete – Wechselkurse können auf verschiedene Weise in reale effektive Wechselkurse (REWK) umgerechnet werden. Dazu können Preisindikatoren (Verbraucher-, Erzeuger- oder BIP-Preise) ebenso dienen wie Kosten, vor allem die Lohnstückkosten als zentraler Preistreiber (SVR, 2005, 419). Jedes Konzept hat Vor- und Nachteile dabei, die preisliche internationale Wettbewerbsfähigkeit zu messen und damit die Entwicklung des Außenhandelsaldos abzuschätzen (EU-Kommission, 2006, 101; 2008b, 55 f.).

REWK auf Basis von Verbraucherpreisen haben den Vorteil, dass Daten für diesen Deflator international verfügbar sind. Gravierende konzeptionelle Nachteile liegen jedoch darin, dass damit nur die Endverbrauchsebene berücksichtigt wird und nicht auch die Vorleistungsebenen abgedeckt sind. Zudem wird nicht zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern differenziert, obwohl sich die preisliche internationale Wettbewerbsfähigkeit in erster Linie auf handelbare Güter bezieht.

REWK auf Basis von BIP-Deflatoren sind ebenfalls verbreitet verfügbar. Sie bilden zudem die gesamte Inlandsproduktion ab, nicht nur die Endverbrauchsebene. Allerdings fokussieren sie ebenfalls nicht auf handelbare Güter. Das kann damit begründet werden, dass es zumindest in der Theorie bei handelbaren Gütern im internationalen Vergleich keine Preisunterschiede geben sollte („Law of one price“). In diesem Fall lassen sich Auswirkungen auf das Außenhandelsdefizit ableiten, weil dann der BIP-Deflator ein Indikator für den inländischen Relativpreis zwischen nichthandelbaren und handelbaren Gütern ist.<sup>11</sup> Allerdings gilt diese Einheitlichkeit des Preises handelbarer Güter in der Realität nur sehr eingeschränkt, vor allem weil es Transportkosten und Handelsbarrieren sowie Produktdifferenzierungen und Qualitätsunterschiede gibt.

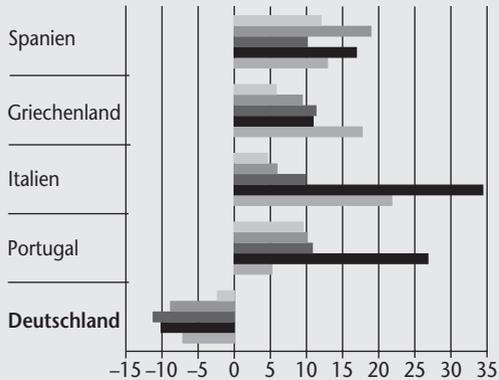
REWK auf Basis von gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten sind international nur recht eingeschränkt verfügbar, allerdings besser zugänglich als Lohnstückkosten nur für die Industrie. Sie bieten den Vorteil, dass ein wichtiger preistreibender Faktor abgebildet wird. Allerdings fokussieren sie nicht allein auf handelbare Güter. Das kann vor allem bei wirtschaftlichen Konvergenz- und Aufholprozessen von Nachteil sein.<sup>12</sup> Denn dann dürften die Lohnstückkosten im Sektor nicht-handelbarer Güter stark steigen, bei handelbaren Gütern jedoch eher konstant bleiben, sodass sich die preisliche internationale Wettbewerbsfähigkeit der handelbaren Güter nicht wesentlich ändert. REWK auf Basis der ge-

## Reale effektive Wechselkurse im Vergleich

Abbildung 7.6

Veränderung des REWK gegenüber 36 Industrieländern, 1999 bis 2007, in Prozent

- Auf Basis der Verbraucherpreise
- Auf Basis des BIP-Deflators (Marktpreise)
- Auf Basis der nominalen Lohnstückkosten der Gesamtwirtschaft
- Auf Basis der nominalen Lohnstückkosten der Industrie
- Auf Basis des Exportpreisdeflators (Waren und Dienstleistungen)



Quellen: EU-Kommission, 2008c; eigene Berechnungen

samtwirtschaftlichen Lohnstückkosten oder des BIP-Deflators geben dann jedoch ein fragwürdiges Signal, weil sie eine deutliche reale Aufwertung anzeigen. Als Beispiel lässt sich Irland anführen. Hier sind die Lohnstückkosten der Gesamtwirtschaft und der BIP-Deflator seit 1999 im Vergleich mit den anderen EWU-12-Ländern stark gestiegen. Die Lohnstückkosten der irischen Industrie gingen aber aufgrund eines immensen Produktivitätsfortschritts in diesem Sektor trotz kräftiger Lohnerhöhungen sogar zurück. Es verwundert daher nicht, dass der Wachstumsbeitrag des Außenhandels in Irland im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2007 positiv war. Er war also nicht negativ, wie der REWK auf Basis des BIP-Deflators vermuten lassen würde, den die EU-Kommission (2008 b, 58) in ihrer oben erwähnten grafischen Darstellung des zweiten Schritts des Wettbewerbsfähigkeitseffekts gewählt hat.

REWK auf Basis von Lohnstückkosten der Industrie berücksichtigen dies, indem sie vorwiegend auf handelbare Güter abstellen. Hier ist beispielsweise interessant, dass es in Griechenland trotz guter Produktivitätsentwicklung auch bei den industriellen Lohnstückkosten zu einem deutlichen Anstieg des REWK und damit zu einer realen Aufwertung gekommen ist. Offenbar sind die Löhne in der Industrie noch stärker gestiegen als die Produktivität. Nachteilig ist, dass handelbare Dienstleistungen nicht abgebildet werden und dieser Indikator nur eingeschränkt verfügbar ist. Zudem müssen Lohnstückkosten nicht notwendig Hand in Hand mit preislicher Wettbewerbsfähigkeit gehen. Denn Unternehmen können bei Kostensteigerungen ihre Gewinnmargen senken und so ihre Absatzpreise konstant halten, wie die Beispiele vor allem Portugals, aber auch Italiens zu zeigen scheinen. In beiden Ländern ist der REWK auf Basis der industriellen Lohnstückkosten deutlich stärker gestiegen als der REWK auf Exportpreisbasis (Abbildung 7.6).

REWK auf Basis von aggregierten Exportpreisen haben den Vorteil, dass sie die Preisüberwälzungsmöglichkeiten berücksichtigen und die tatsächliche Preisentwicklung der Ausfuhren erfassen. Darüber hinaus sind sie international gut verfügbar und bilden alle handelbaren Güter einschließlich handelbarer Dienstleistungen und Vorleistungsausfuhren ab. Ein Nachteil liegt allerdings darin, dass sich aggregierte Exportpreise nicht nur aus Kostengründen verändern können, sondern auch weil sich die Exportstruktur hin zu hochwertigeren Gütern verschiebt oder die Qualität der Ausfuhrgüter steigt. Ein Preisanstieg signalisiert dann nicht notwendigerweise eine Wettbewerbsfähigkeitsverschlechterung.

Vor diesem Hintergrund erscheinen die REWK auf Basis von Lohnstückkosten der Industrie und auf Basis von Exportpreisen, selbst wenn sie nicht perfekt sind, noch am besten geeignet und werden daher hier verwendet.

Eigene Zusammenstellung

- Zwar ist der Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags in allen südeuropäischen Ländern negativ geworden (Abbildungen 7.2b bis 7.5b). Doch trotz des weiteren Anstiegs des REWK nimmt das Ausmaß der Wachstumsbremsung durch den Außenhandel eher ab. In Portugal und Italien sind in jüngster Zeit sogar leicht positive Effekte zu erkennen.
- Auch die Entwicklung der realen Exporte passt nur teilweise zu der erwarteten (Abbildungen 7.2a bis 7.5a). Zwar sind die Wachstumsraten in Spanien und Griechenland deutlich geringer als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (SVR, 2005, 422). Doch zeigt sich aktuell eher eine leichte Verbesserung statt einer erwarteten weiteren Verschlechterung. Bei Portugal und Italien überschritten die Exportzuwächse zuletzt sogar das Niveau vom Ende der neunziger Jahre.

- Ebenso sind die Veränderungsraten der Exportperformance, in denen Marktanteilsveränderungen zum Ausdruck kommen, nicht durchweg negativ, wie es tendenziell zu erwarten wäre. Zudem nehmen die Marktanteilsverluste zuletzt nicht weiter zu, sondern eher wieder ab.

In der Folge hat Schritt 3 – die Bremsung des Wachstums durch den negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels – nur eine begrenzte Wirkung entfalten können (Abbildungen 7.2b bis 7.5b). In Spanien und Griechenland dominiert eindeutig der positive Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage. Mit Blick auf das wachstumsschwächere Italien schreibt die OECD (2007a, 1): „A welcome economic recovery is underway in Italy. ... there are also early signs of a more fundamental improvement, notably in terms of exports and labour market performance.“ Dies widerspricht nahezu diametral dem, was man bei einem starken Wirken des WFE erwarten würde. Auch in Portugal kam es 2007 zu einem – den Erwartungen widersprechenden – Anstieg des Wirtschaftswachstums auf knapp 2 Prozent.

Um die Frage zu klären, ob die Konjunkturbremmung ausreicht, ist eigentlich ein Blick auf die Produktionslücke (aktuelles Wachstum minus Trendwachstum) nötig. Die Datenlage darüber ist am aktuellen Rand allerdings sehr unbefriedigend,<sup>13</sup> sodass hier nur die Entwicklung der Arbeitslosigkeit betrachtet wird. Mit Ausnahme Portugals ist sie in allen südeuropäischen Ländern zurückgegangen. Folglich hat der Außenhandel die Wirtschaft offenbar nicht stark genug gebremst, damit es in Schritt 4 und 5 zu einer ausreichenden Abschwächung des Lohn- und Preiswachstums und einem Sinken des REWK kommen konnte. Auch in Portugal hat sich der REWK auf Exportpreisbasis trotz des schwachen Wirtschaftswachstums und der deutlich steigenden Arbeitslosigkeit nicht (und der REWK auf Lohnstückkostenbasis der Industrie nur in 2007 leicht) verringert. Das liegt wohl auch daran, dass der Wachstumsbeitrag des Außenhandels in Portugal in 2006 und 2007 wie erwähnt sogar leicht positiv wurde.<sup>14</sup>

### **Mögliche Ursachen für die Schwäche des WFE**

Welche Erklärungen lassen sich für die mangelnde Funktionsfähigkeit des WFE finden? Zunächst liegt eine Ursache bei den Wachstumsbeiträgen des Außenhandels, deren Funktionsweise nicht leicht zu verstehen ist. So kommt es nur dann zu einem negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels gegenüber dem Vorjahr, wenn das reale Handelsbilanzdefizit steigt. Bleibt es konstant (oder verringert sich), beträgt der Wachstumsbeitrag des Außenhandels null (oder wird positiv). Ein immer stärkerer negativer Wachstumsbeitrag ergibt sich nur, wenn sich das reale Außenhandelsdefizit von Jahr zu Jahr immer mehr erhöht und

überproportional im Vergleich zum Wirtschaftswachstum steigt. Das war offensichtlich in den betrachteten Ländern zuletzt nicht der Fall. Vielmehr hat sich das große reale Handelsbilanzdefizit in Griechenland und Spanien zwar erhöht, aber weniger als in den Vorjahren. In Italien und Portugal ist es leicht weniger negativ geworden.

Einen weiteren Beitrag zur Erklärung liefert die Tatsache, dass die Binnennachfrage in Spanien und Griechenland – nicht zuletzt wegen der Realzinssenkung im Vorfeld der EWU, dem Realzinseffekt und dem Immobilienboom – schlichtweg zu stark gewesen zu sein scheint, um vom Außenhandel nennenswert gebremst zu werden.

Doch darüber hinaus wird auch ein grundsätzlicher Zusammenhang deutlich, der die Wirkung des WFE prinzipiell relativiert. Der Außenbeitrag reagiert nicht nur – wie idealtypisch unterstellt – auf den REWK und damit auf den Relativpreis der heimischen handelbaren Güter im Vergleich zum Ausland. Vielmehr beeinflusst die Nachfrage im Inland die Importe deutlich stärker als der Relativpreis. Bei den Exporten halten sich Relativpreis und Auslandsnachfrage ungefähr die Waage, wie empirische Untersuchungen für Spanien und Italien ergeben haben (IMF, 2005).

Wenn der Relativpreiseffekt dominieren würde, müsste das Exportwachstum bei einem immer höheren REWK zunehmend geringer und der Importzuwachs zunehmend größer werden. Wie anhand der Abbildungen 7.2b bis 7.5b bereits weitgehend erläutert wurde, ist das nicht der Fall. Vielmehr werden die realen Importe und damit auch der Außenbeitrag stark durch die Binnennachfrage beeinflusst. Die Korrelation zwischen dem Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage und dem jährlichen realen Importwachstum (dem Wachstumsbeitrag des Außenhandels) betrug im Zeitraum 1996 bis 2007 in Portugal 0,9 (-0,9), in Italien 0,8 (-0,3), in Spanien 0,5 (-0,8) und in Griechenland 0,4 (-0,9).

Damit wird der Wachstumsbeitrag des Außenhandels im Boom zwar tendenziell stärker negativ, kann aber die expansiven Effekte der Binnennachfrage nur bedingt bremsen. Das zeigte sich zum Beispiel in den letzten Jahren in Spanien und Griechenland. Bei schwachem Wirtschaftswachstum dagegen bremst die langsamer zunehmende Binnennachfrage das Importwachstum, sodass der Außenbeitrag weniger negativ wird und die Konjunktur möglicherweise sogar stützt. Das ließ sich in Portugal und Italien beobachten.

Auf der Exportseite dagegen hat der Relativpreiseffekt zwar bremsend gewirkt, was in der negativen Veränderung der Exportperformance zum Ausdruck kommt. Die damit verbundenen Marktanteilsverluste hatte vor allem Italien zu verbuchen, in weiten Teilen traf es aber auch die übrigen südeuropäischen Staaten. Nach

2004 hat die boomende Weltkonjunktur aber zu einem starken realen Wachstum der Exportmärkte der südeuropäischen Länder von 8 bis 10 Prozent pro Jahr geführt. Dieser Wert lag deutlich über dem der Jahre 2001 bis 2003 von 2 bis gut 3 Prozent. In der Folge kam es trotz Marktanteilsverlusten zu steigenden Exportzuwachsrate, die den Außenbeitrag gestützt haben. Auch hier hat der Nachfrage- den Relativpreiseffekt offenbar dominiert.

Alles in allem erscheint der WFE weniger effektiv zu sein als idealtypisch unterstellt. Das gilt selbst dann, wenn man eine durch den WFE möglicherweise verursachte Wachstumsbremsung über schwächere Ausrüstungsinvestitionen mit einbezieht (Übersicht 7.3).

## Wachstumsbremsung durch sinkende Ausrüstungsinvestitionen?

Übersicht 7.3

Neben den aufgezeigten Wirkungskanälen ist noch denkbar, dass Schritt 3 – also die Wachstumsdämpfung durch den negativen Außenbeitrag – durch einen weiteren bremsenden Effekt flankiert wird, der von den Ausrüstungsinvestitionen ausgeht. Vor allem exportorientierte Unternehmen könnten ihre Investitionen kürzen.<sup>15</sup> Dieser Kanal hat nach Meinung des SVR (2005, 424) bereits in Portugal und Italien gewirkt. Dies ist sicherlich nicht von der Hand zu weisen. Allerdings sprechen mehrere Argumente dagegen, dass er eine große Durchschlagskraft hat.

Zunächst stellen die Ausrüstungsinvestitionen grundsätzlich nur einen kleinen Teil der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dar.<sup>16</sup> Zudem dominiert die Binnenwirtschaft immer noch deutlich gegenüber der Außenwirtschaft. So liegen die Exportquoten in Griechenland gerade einmal bei 22 Prozent, in Spanien bei 26 Prozent, in Italien bei 28 Prozent und in Portugal bei 31 Prozent. In der Folge dürften viele Firmen die Probleme an der außenwirtschaftlichen Front durch einen stärkeren Fokus auf den Inlandsabsatz kompensieren können, solange die Binnennachfrage noch so kräftig expandiert wie in Spanien und Griechenland. In Portugal und Italien war das zwar seit längerem nicht mehr möglich, weil sich die Binnennachfrage nur schwach entwickelte. Der Grund dafür muss jedoch nicht zwangsläufig im WFE liegen.

- In Portugal hat ein Einbruch im Immobiliensektor die gesamtwirtschaftliche Nachfrage empfindlich gedämpft. Zudem hat das Land einen Abzug an Investitionen multinationaler Unternehmen gerade im Automobilsektor hinnehmen müssen, die sich eher weg von Europa und hin auf die Wachstumsmärkte in Asien orientieren.
- In Italien ist vor allem die private Konsumnachfrage eingebrochen (EU-Kommission, 2006, 264). Das ist wahrscheinlich vor allem auf die schwache Reallohnentwicklung der letzten Jahre zurückzuführen. Diese hängt freilich eng mit den schwachen Produktivitätszuwächsen zusammen – und nur teilweise mit den Anpassungserfordernissen im Rahmen des WFE.
- Beide Länder stecken zudem in einem grundlegenden strukturellen Anpassungsprozess, der – vermittelt über den Außenhandel – die Investitionstätigkeit und auch das Wachstum insgesamt gebremst hat. Italien und Portugal sind traditionell auf mittlere Technologien und auf Textilien spezialisiert. Die zunehmende Konkurrenz aus China, Asien und Osteuropa und der Abbau von Handelsbarrieren im Rahmen der WTO hat erhebliche Umbrüche mit sich gebracht, die beispielsweise Portugals Norden hart getroffen haben (EU-Kommission, 2008b, 115). An den damit einhergehenden Außenhandelsproblemen war der WFE freilich nur am Rande beteiligt.

Eigene Zusammenstellung

Das muss freilich nicht heißen, dass die realen Aufwertungen der südeuropäischen Staaten auch auf Dauer keine deutlicheren negativen Folgen für das Wirtschaftswachstum mit sich bringen werden. So stellt sich die Frage, ob die extrem hohen Leistungsbilanzdefizite auf Dauer tragbar sind. Italien mit einem vergleichsweise geringen Leistungsbilanzdefizit von nur 2,6 Prozent des BIP wird dabei im Folgenden nur am Rande erwähnt.

## 4

## Droht die Gefahr von Leistungsbilanzkrisen?

Mit immer weiter steigenden Leistungsbilanzdefiziten, die inzwischen nahe oder deutlich über der Schwelle zur Zweistelligkeit liegen (vgl. Abbildung 7.1), haben Spanien, Portugal und Griechenland längere Zeit über ihre Verhältnisse gelebt. Denn bei einem Leistungsbilanzdefizit übersteigt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage das gesamtwirtschaftliche Angebot. Die Länder haben so eine erhebliche Schuldenlast und zudem Ungleichgewichte aufgebaut, deren Abbau in eine Krise münden könnte. Langfristig müssen die Schulden wieder zurückgezahlt werden, indem sich die Verhältnisse umkehren und Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet werden. Die Frage ist, ob dieser Prozess sanft verläuft und sich über längere Zeit erstreckt<sup>17</sup> oder ob er abrupt durch einen massiven Wachstums-einbruch und eine Stabilisierungskrise erzwungen wird. Letzteres würde zu starker Arbeitslosigkeit und erheblichen Wohlstandseinbußen führen. Im Folgenden werden Argumente abgewogen, die diese Gefahr bestätigen oder relativieren.

### 4.1 Blick auf die Kapitalbilanz

Ein gewichtiges Argument gegen eine krisenhafte Entwicklung liefert die EWU selbst. Im Euroraum kann es nicht mehr zu einer Währungs- und Zahlungsbilanzkrise kommen (Goodhart, 2007), die oft durch hohe Leistungsbilanzdefizite ausgelöst wird – beispielsweise bei der Asienkrise 1997/98.<sup>18</sup> Durch den Wegfall des Währungsrisikos und der Transaktionskosten hat die EWU darüber hinaus generell zu einer stärkeren Kapitalverflechtung zwischen den Ländern der Eurozone geführt (vgl. Jäger, Kapitel 4, Seite 69 ff.). Wie theoriegemäß zu erwarten, fließt das Kapital tendenziell von den reicheren in die ärmeren Länder, die wirtschaftlich aufholen sollten (vgl. Abbildung 7.1). Dort dürfte die Kapitalrendite höher sein, weil die Wachstumsperspektiven besser sind und Kapital knapper ist.

Hier liegt nun prinzipiell ein zweites wichtiges relativierendes Argument. Denn Leistungs- und Kapitalbilanz sind zwei Seiten derselben Medaille (Grömling, 2005). Wenn per saldo Kapital in aufholende südeuropäische Länder fließt, muss deren Leistungsbilanz defizitär sein. Das wäre dann nicht als problematisch anzusehen. Gegen diese Konvergenzthese gibt es aber Einwände.

- So holt Portugal seit längerem nicht mehr wirtschaftlich auf und ist angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums im relativen Wohlstandsniveau zuletzt sogar zurückgefallen (EZB, 2007). Das gilt im Übrigen auch für Italien.
- Spanien hat zwar kräftig beim Wohlstandsniveau aufgeholt. Aber hier wird das hohe Wachstum vor allem von der Nachfrage induziert, während die Produktivitätsentwicklung stagniert. Somit besteht die Gefahr, dass das Kapital abgezogen wird, sobald die Nachfrage einbricht. Denn das würde die Renditeaussichten deutlich verschlechtern.
- Auch international vergleichende Analysen können der Konvergenzthese als unproblematischer Erklärung für Leistungsbilanzdefizite nur wenig abgewinnen (Hofmann/Remsperger, 2005; Deutsche Bundesbank, 2007).

Allenfalls für Griechenland mit seinem hohen Produktivitätswachstum passt die Argumentation mit der Konvergenzthese einigermaßen.

Gleichwohl mag es in den südeuropäischen Ländern auch andere Gründe für den Kapitalzufluss aus dem Ausland – zum Beispiel in bestimmte prosperierende Sektoren – geben. Diese können hier nicht näher untersucht werden. Sie würden aber das resultierende Leistungsbilanzdefizit in einem weniger problematischen Licht erscheinen lassen.

## 4.2 Blick auf die Handels- und Leistungsbilanz

Der Blick auf die andere Seite der Medaille gibt eher Anlass zur Besorgnis. Hier kommen nämlich die Folgen der realen Aufwertung auf den Außenhandel ins Spiel. Der Anteil des Handelsbilanzdefizits am Leistungsbilanzdefizit lag zuletzt in Griechenland bei deutlich über 80 Prozent, in Portugal bei 80 Prozent und in Spanien bei rund 65 Prozent (Italien: rund 10 Prozent). Aus dieser Perspektive ist zu fragen, wie lange noch die Übernachfrage in diesen Ländern vom Ausland auf Pump finanziert wird. Es geht also erneut um die Risiken des Kapitalabzugs und einer Stabilisierungskrise. Dies lässt sich aus verschiedenen Blickwinkeln erörtern.

Erstens ist zu fragen, ob sich Besserungstendenzen beim Handelsbilanzdefizit abzeichnen. Zwar sieht etwa der Economic Outlook der OECD von Juni 2008 solche Tendenzen für die Jahre 2008 und 2009 nicht (OECD, 2008b). Doch dürften das inzwischen eingetrübte wirtschaftliche Umfeld und in Spanien vor

allein die Immobilienkrise zu einer deutlichen Wachstumsdämpfung in Spanien und Griechenland führen. Damit sollten sich die Importe verringern, und das Handelsbilanzdefizit sollte sinken. Andererseits schwächt sich aber auch die Weltnachfrage ab, was sich negativ auf die Exporte auswirkt. Eine Aussage über die Entwicklungsrichtung des Handelsbilanzdefizits fällt daher schwer. Auf Basis eines umfassenden Konjunkturmodells prognostizierte der Internationale Währungsfonds (IMF, 2008) im Oktober 2008 für das Jahr 2009 in Griechenland bei einer Wachstumsabschwächung von 3 auf 2 Prozent ein konstant hohes Leistungsbilanzdefizit. Für Spanien lautete die Prognose dagegen bei einer Wachstumsabschwächung von 1,4 auf  $-0,2$  Prozent auf ein merklich rückläufiges Leistungsbilanzdefizit.

Vom Einbruch der Weltnachfrage wird auch Portugal betroffen sein (und Italien). Da das Potenzial zur Importsenkung aufgrund der ohnehin schon schwachen Binnennachfrage in Portugal geringer ist, dürfte dies zu einer Erhöhung des Handelsbilanzdefizits führen und den Wachstumsbeitrag des Außenhandels wieder negativ werden lassen. Tatsächlich prognostiziert der Internationale Währungsfonds (IMF, 2008) bei einer Wachstumsabschwächung von 0,6 (2008) auf 0,1 Prozent (2009) ein leicht steigendes Leistungsbilanzdefizit für das Land. Allerdings zeichnen sich in Portugal (und in Italien) inzwischen gewisse Erfolge bei der strukturellen Anpassung der Handelsspezialisierung an die Konkurrenz aus Asien und Osteuropa ab (OECD, 2007a; 2008c; Bennett et al., 2008; Lissovolik, 2008). So gelang es den Unternehmen teilweise, die Produktqualität zu verbessern und technologisch etwas anspruchsvoller zu produzieren, verstärkt auf Outsourcing zu setzen und die regionale Ausfuhrstruktur stärker auf Märkte mit weniger Konkurrenz auszurichten. Portugal hat wohl auch aufgrund dieser Fortschritte in den Jahren 2006 und 2007 sogar Exportmarktanteile zurückgewonnen (und Italien hat seine Marktanteilsverluste begrenzt).

Zweitens muss die Struktur der Kapitalströme betrachtet werden, mit denen die Leistungsbilanzdefizite finanziert werden. Ein hoher Anteil an Direktinvestitionen (Auslandinvestitionen von Unternehmen) ist dabei als Indikator für eine geringe Anfälligkeit für einen plötzlichen Kapitalabzug zu interpretieren, da diese Anlageform in der Regel langfristiger Natur ist. Jedoch liegt der Anteil der Direktinvestitionen am Schuldenstand (brutto wie netto), der sich durch die fortlaufenden Leistungsbilanzdefizite immer mehr erhöht hat, in allen drei hier betrachteten Ländern bei teilweise deutlich unter 20 Prozent. In Spanien und Griechenland dominieren – wohl eher kurzfristig orientierte – Finanzierungsformen wie Portfolioinvestitionen, darunter vor allem Anleihen, weniger Aktien. In Portugal überwiegen vor allem Bankgeschäfte. Diese Strukturen deuten auf eine gewisse

Anfälligkeit für einen möglicherweise plötzlichen und starken Kapitalabzug hin.

Drittens ist zu analysieren, ob die Kapitalzuflüsse konsumtiv oder investiv verwendet werden (Abbildung 7.7). Anders als im Konsum können sie als Investition einen Ertrag erwirtschaften, der die Rückzahlung der Schulden erleichtert. In Griechenland und Spanien zeigt sich hier ein gemischtes, aber eher positives Bild. Zwar sind privater und staatlicher Konsum recht kräftig gestiegen. Doch gleichzeitig haben die Ausrüstungsinvestitionen (gerade in Griechenland) ab 1999 – und auch ab 2003 – deutlich zugelegt. In Spanien bereitet eine gewisse Sorge, dass die massiven Bauinvestitionen

Überkapazitäten geschaffen haben und in eine Immobilienblase geflossen sein könnten. Allerdings erzielte der spanische Staatshaushalt nach einer bemerkenswerten Konsolidierung zuletzt Überschüsse (OECD, 2007b). Griechenland dagegen nutzte den Boom erst in jüngster Zeit für eine Senkung des immensen Haushaltsdefizits, das im Jahr 2004 über 7 Prozent betragen hatte (OECD, 2007b). Das Land verzeichnet aber weiterhin vergleichsweise hohe Budgetdefizite. In Portugal ist das Bild noch trüber. Bei mäßig expandierenden Konsumausgaben bereiten hier vor allem die Tatsachen Sorge, dass die Anlageinvestitionen rückläufig waren und das Defizit im öffentlichen Haushalt hoch bleibt – obwohl es vom Stand von über 6 Prozent im Jahr 2005 inzwischen merklich zurückgegangen ist (OECD, 2008c).

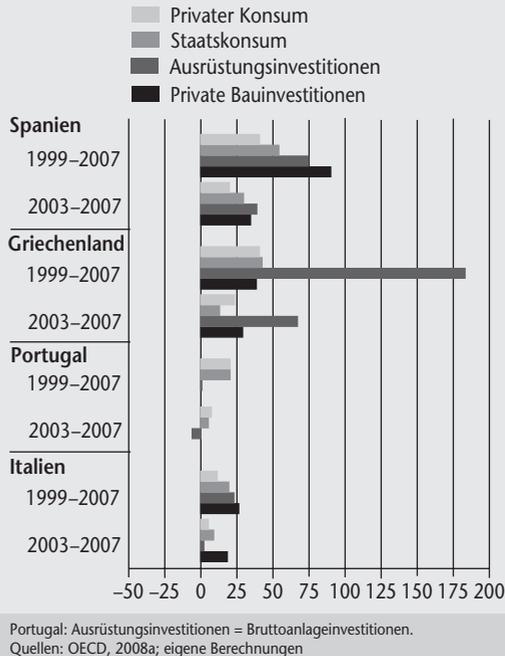
### 4.3 Zwischenfazit

Die argumentative Abwägung ergibt kein eindeutiges Bild, wengleich sich durchaus Risiken zeigen – vor allem für Portugal. Letztlich werden die Anleger

## Verwendung der Kapitalzuflüsse

Abbildung 7.7

Zuwachsraten wichtiger realer Verwendungsaggregate des BIP, in Prozent



entscheiden, ob sie die Leistungsbilanzdefizite weiter finanzieren. Auch in einem Land der Währungsunion können sie stark verschuldeten Haushalten und mit hohen Kosten belasteten Unternehmen über den Banken-, Aktien- oder Wertpapiermarkt den Zugang zu Finanzmitteln erschweren, was eine Stabilisierungskrise herbeiführen kann.

In der Tat kam seit dem Sommer 2008 eine größere Unsicherheit auf, die sich im Zuge der Verschärfung der Finanzkrise noch verstärkt hat. Wichtig sind hier nicht zuletzt die Warnsignale, die von den Risikoprämien auf zehnjährige Staatsanleihen ausgehen. Die Zinsaufschläge gegenüber deutschen zehnjährigen Staatsanleihen sind bis Ende November 2008 deutlich gestiegen: auf 1,5 Prozentpunkte in Griechenland, 0,7 Prozentpunkte in Portugal und 0,5 Prozentpunkte in Spanien. Das sind zwar noch keine bedrohlichen, aber gleichwohl nachdenklich stimmende Werte, da sie teilweise auch auf einen extremen Verkaufsdruck im Rahmen der Entschuldung von Finanzinvestoren zurückzuführen sein dürften.

Auch in Italien, das hier wegen seines niedrigen Leistungsbilanzdefizits nur am Rande betrachtet wurde, stieg der Zinsaufschlag bis Ende November 2008 auf 1 Prozentpunkt. Die Risikofaktoren dieses Landes liegen in einem schwachen Wachstum von Wirtschaftsleistung, Produktivität und Ausrüstungsinvestitionen, einem weiterhin zu hohen (aber sinkenden) Staatsdefizit und einer in den letzten Jahren starken Expansion der Bauinvestitionen. Aus Letzterem ergibt sich die Gefahr eines Rückpralleffekts aufgrund von Überkapazitäten und einer Immobilienpreisblase.

## **5** Zusammenfassung und Ausblick

Die Entstehung der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Eurozone wurde durch die EWU gefördert – vor allem über den Realzinsrückgang und den Realzinseffekt (vgl. Abschnitt 2). Die Korrekturmechanismen der EWU – vor allem der Wettbewerbsfähigkeitseffekt (WFE) – waren bislang jedoch zu schwach. Der WFE wirkt möglicherweise nicht ganz so, wie er idealtypisch beschrieben wird, vor allem weil Nachfrageeffekte die Relativpreiseffekte zu dominieren scheinen (vgl. Abschnitt 3.2). Damit bleibt die Frage, ob die hohen Leistungsbilanzdefizite der betrachteten südeuropäischen Länder (außer Italien) weiter finanziert werden. Die argumentative Abwägung (vgl. Abschnitt 4) zeigt hier gewisse Risiken auf, die zuletzt in einem Anstieg der Risikoprämien ihren Ausdruck fanden.

Kommt es vor diesem Hintergrund, wie eingangs gefragt, zu einer Krise der EWU? Eine solche Krise kann vor allem aus zwei Gründen entstehen.

- **Die Wirtschaftskrise könnte dem Euro angelastet werden:** Die EWU hat zum Entstehen der Ungleichgewichte und der hohen Leistungsbilanzdefizite beigetragen. Diese stehen nun vor einer möglicherweise schmerzhaften Bereinigung. Der WFE wirkt zwar nicht so stark wie erwartet, dämpft aber gleichwohl das Wirtschaftswachstum. All dies könnte dem Euro angelastet werden. Doch die Öffentlichkeit wird dies vermutlich nicht so wahrnehmen. Eher werden andere Faktoren für den Abschwung verantwortlich gemacht (IMF, 2008): die globale Finanzkrise, die bis vor kurzem noch sehr hohen Energie- und Rohstoffpreise sowie die Immobilienkrisen in einzelnen Ländern, vor allem in Spanien. Diese Faktoren – und weniger der WFE – werden die Wirtschaftsaktivität wohl so dämpfen, dass sich die Ungleichgewichte im Euroraum wieder verringern. Der Euro hingegen gerät in diesem Umfeld aus dem Fokus der möglichen Kritik, ein Verursacher der Krise zu sein.

- **Weil Abwertungen unmöglich sind, könnte eine Eurokrise drohen:** Gleichwohl mag die EWU Schaden nehmen. Vor allem die südeuropäischen Länder könnten sich mit den Anpassungslasten überfordert fühlen, die ihnen der Abbau der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in Kombination mit der weltweiten Wirtschaftskrise abverlangt. Die Tiefe der so verursachten Rezessionen könnte dazu führen, dass die Fesseln, die der Euro der nationalen Geld- und Währungspolitik anlegt, umso schmerzhafter empfunden werden. Im schlimmsten Fall könnte es sogar zum Austritt einzelner Länder aus der EWU kommen. Dahinter stünde das Ziel, die Anpassungslasten mit einer lockeren Geldpolitik abzumildern. Eine Währungsabwertung würde zudem – eine nur bedingt realistische Hoffnung<sup>19</sup> – die Wettbewerbsfähigkeit auf einen Schlag verbessern und der Wirtschaft über den Außenhandel wichtige konjunkturelle Impulse geben.

Die Kosten eines Austritts dürften allerdings sehr groß sein (Eichengreen, 2007; Goodhart, 2007; Tilford, 2006). Sie bestehen in hohen einmaligen Kosten der Wiedereinführung einer eigenen Währung, vor allem aber im Risiko einer gravierenden und unkalkulierbaren Finanz-, Schulden- und Vertrauenskrise. Denn die eigene Währung würde wahrscheinlich aufgrund der Abwertungserwartung stark unter Druck geraten. Ein Austritt erscheint also kaum eine realistische politische Option zu sein.

Dennoch – oder auch gerade deshalb – könnte der Euro ins Kreuzfeuer der Kritik geraten. Das gilt, wenn im Nachhinein der Beitritt zur EWU bedauert wird. In der Folge könnte die Unabhängigkeit der EZB angetastet und der Stabilitäts- und Wachstumspakt aufgeweicht werden. Dies ist umso wahrscheinlicher, je

tiefer die Wirtschaftskrise wird. Eine Reihe von Argumenten gibt in diesem Zusammenhang jedoch Anlass für eine gewisse Hoffnung:

- Bislang war die Anpassungsbereitschaft der Menschen in Südeuropa größer als gedacht. In Portugal, Italien und Spanien sind die Reallöhne schon seit mehreren Jahren nur sehr wenig gestiegen und in jüngster Zeit zumeist sogar leicht gesunken. Auch waren gewisse Reformen auf Produkt- und Arbeitsmärkten durchsetzbar, wenngleich noch zahlreiche Rigiditäten geblieben sind (Conway et al., 2005; OECD, 2007a; 2007b; 2007c; 2008c).
- Diese Reformen und die durchaus beschäftigungsorientierte Lohnpolitik nähren die Hoffnung, dass sich der krisenbedingte Anstieg der Arbeitslosigkeit in Grenzen hält – und somit auch der Druck auf die Politik, aus der EWU auszutreten. Tatsächlich war der Beschäftigungserfolg vor allem in Spanien, Italien (trotz der Wachstumsschwäche) und in geringerem Maße auch in Griechenland beträchtlich. Diese Länder konnten ihre tatsächliche, aber vor allem auch ihre strukturelle Arbeitslosigkeit kontinuierlich und deutlich abbauen (vgl. Römer, Kapitel 2, Seite 25 ff.).<sup>20</sup>
- Es besteht eine gewisse Hoffnung darauf, dass ein zukünftig etwas stärkeres Produktivitätswachstum die Konjunktur über höhere Löhne stützt und zudem die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit erleichtert. Vor allem in Spanien und Italien lässt sich das äußerst schwache Produktivitätswachstum der Vergangenheit wohl teilweise durch den Beschäftigungserfolg erklären (OECD, 2007a; Bergheim, 2007).<sup>21</sup> Wenn nun in der Krise die Beschäftigung nicht mehr so stark zunimmt oder gar zurückgeht, sollte sich das Produktivitätswachstum beschleunigen. Dafür sprechen, trotz weiterhin erheblicher Schwächen bei Forschung und Entwicklung und der kleinbetrieblichen Wirtschaftsstruktur gerade in Italien, die erwähnten Restrukturierungserfolge. Hinzu kommen vor allem in Spanien die Bemühungen, den Bildungsstand zu heben und die Innovationskraft zu stärken (OECD, 2007a; 2007b; Bergheim, 2007).
- Die detaillierte Analyse des WFE gibt ebenfalls eine gewisse Hoffnung. Solang die internationale Wettbewerbsfähigkeit in Südeuropa noch sehr schlecht ist, bremst der WFE zwar einen möglichen Aufschwung. Denn der Außenbeitrag sinkt bei steigender Binnennachfrage tendenziell, weil die Importe merklich zunehmen, die Exporte sich aber weniger dynamisch entwickeln. Allerdings dürfte die Wirtschaftskrise dazu führen, dass sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit Südeuropas verbessert. Sobald in der Folge der Abbau des Außenhandelsdefizits beginnt, trägt der WFE positiv zum Wachstum bei und stützt die Konjunktur.

## Anmerkungen

<sup>1</sup> Vgl. zum Beispiel De Grauwe (2007, 23 ff.) und Mongelli (2008) zur Theorie optimaler Währungsräume und neueren Erkenntnissen dazu.

<sup>2</sup> Irland wird im Weiteren nicht genauer betrachtet, da andere REWK dieses Landes im Sektor der handelbaren Güter aufgrund eines hohen Produktivitätswachstums keine reale Aufwertung zeigen (siehe auch Übersicht 7.2). Auch die anderen EWU-Staaten werden hier nicht genauer in den Blick genommen, da sie geringere Ungleichgewichte verzeichnen.

<sup>3</sup> Die gesamtwirtschaftlichen realen Lohnstückkosten stagnierten allerdings seit 2002 in Italien und Griechenland. In Spanien und Portugal gingen sie sogar zurück (vgl. Lesch, Kapitel 5, Seite 85 ff.).

<sup>4</sup> Eine wettbewerbsfähigkeitskonforme Lohnpolitik, die sich am Produktivitätsfortschritt ausrichtet, hätte folglich vorübergehend deutliche Reallohnseinbußen mit sich gebracht. Diese wären allerdings durch eine allmählich nachlassende Inflation gemindert worden.

<sup>5</sup> Diese hohen Zinsen waren begründet durch Zinsaufschläge für die damals hohe und schwankende Inflation sowie für die Risiken, dass dort angelegte ausländische Gelder bei einer Abwertung an Wert verlieren oder die Schulden nicht vollständig zurückgezahlt würden. Schon im Vorlauf der EWU sanken die Inflationsraten auch in Südeuropa massiv, die Wechselkursbindungen wurden glaubhafter, die staatlichen Budgetdefizite gingen zurück. In der Folge verlangten die Anleger geringere Risikoprämien. Die Nominal- und auch die inflationsbereinigten Realzinsen sanken deutlich.

<sup>6</sup> Die für die Ungleichgewichte in der Eurozone wichtigen Unterschiede bei der Entwicklung des Immobiliensektors lassen sich allerdings teilweise auch durch andere als konjunkturelle und zinsbezogene Faktoren erklären. So steht teilweise sicherlich ein Konvergenzeffekt dahinter, demzufolge ärmere Länder Aufholbedarf haben. Zudem spielt beispielsweise in Spanien und Irland eine starke Bevölkerungsexpansion – und somit ein strukturell höherer Immobilienbedarf – eine wichtige Rolle, auch weil es zu einer merklichen Zuwanderung kam (EU-Kommission, 2008b, 57).

<sup>7</sup> Gemäß der EZB (2007, 87) würden die Inflationserwartungen in den einzelnen Euroländern „kaum voneinander abweichen“. Inflationsprognosen von Consensus Forecast zeigen jedoch, dass die Unterschiede bei einem einjährigen Prognosehorizont zwischen Deutschland und Spanien seit 1999 nur in zwei Jahren knapp unter 1 Prozentpunkt und in den Jahren 2002 und 2003 sogar 1,6 Prozentpunkte betragen haben. Auch auf Zehnjahresfrist lagen die Differenzen bei der Inflationsprognose zwischen Deutschland und Spanien in den Jahren 2002 bis 2005 bei über 1 Prozentpunkt.

<sup>8</sup> Es ist zu vermuten, dass dies für die Hochinflationen Portugal und Griechenland (vgl. Abbildung 7.1) auch der Fall war. Allerdings sind keine Inflationserwartungen verfügbar, die nötig sind, um (ex ante) Realzinsen zu berechnen.

<sup>9</sup> Im Modell der EU-Kommission (2006, siehe auch Langedijk/Roeger, 2007) wird beispielsweise angenommen, dass heimische und ausländische Produkte in hohem Maße austauschbar sind. Das trägt sicherlich dazu bei, dass sich in diesem Modell der WFE mittelfristig durchsetzt.

<sup>10</sup> Die EU-Kommission (2008b, 59) zeigt allerdings, dass die Reaktionsfähigkeit der reinen Preiskomponente (gemessen als Differenz zwischen den Logarithmen des realen und nominalen Wechselkurses) nach 1999 etwas gestiegen ist.

<sup>11</sup> Wenn der Preis handelbarer Güter international einheitlich ist, zeigt ein im internationalen Vergleich stärker gestiegener BIP-Deflator an, dass im betreffenden Land die Preise nichthandelbarer Güter stärker als im Ausland gestiegen sind. Im Inland hat sich also der Relativpreis zwischen nichthandelbaren und handelbaren Gütern stärker erhöht als im Ausland. Damit ist theoretisch der Anreiz verbunden, im Inland mehr Produktionsfaktoren in den Sektor nichthandelbarer Güter zu verschieben als im Ausland. Weil auf diese Weise im Inland das Angebot im Sektor handelbarer Güter abnimmt, wird mehr importiert und weniger exportiert. Der Außenhandelsaldo sinkt also.

<sup>12</sup> Gemäß dem Balassa-Samuelson-Effekt sollten aufholende Länder einen hohen Produktivitätsfortschritt im Sektor handelbarer Güter verzeichnen (Siebert, 2007, 176 f.). Entsprechend der Theorie

steigen dort die Löhne im Gleichschritt mit der (marginalen) Produktivität – die Lohnstückkosten bleiben somit konstant. Damit Unternehmen im Sektor nichthandelbarer Güter auch weiterhin attraktiv für Arbeitnehmer sind, werden auch sie die Löhne erhöhen. Weil ihre Produktivität aber nicht in gleichem Maße steigt, nehmen Lohnstückkosten (und Preise) im Sektor nichthandelbarer Güter stark zu – und konvergieren allmählich mit denen der wohlhabenden Staaten. Dieser Kritikpunkt ist somit bei Aufholprozessen für alle gesamtwirtschaftlichen Preis- und Kostenindikatoren relevant.

<sup>13</sup> Die OECD weist etwa für Deutschland im Jahr 2006 trotz eines immensen Wachstums von 3,1 Prozent (arbeitstäglich bereinigt) eine negative Produktionslücke aus. Auch für Spanien mit seinem anhaltend hohen Wirtschaftswachstum bis 2007 ist eine negative Produktionslücke in den Jahren 2003 bis 2006 wenig plausibel. Eine Alternative wäre, die Abweichung der Arbeitslosigkeit von der strukturellen Arbeitslosigkeit (NAIRU) nach oben als Maß dafür zu verwenden, dass der Lohn- und Inflationsdruck nachlässt. Doch die von der OECD ausgewiesene NAIRU wird von Ausgabe zu Ausgabe des Economic Outlook für die betreffenden Länder teilweise erheblich korrigiert, sodass auch dieses Maß am aktuellen Rand nicht verlässlich erscheint.

<sup>14</sup> Hier könnte die Frage aufkommen, ob in den südeuropäischen Ländern die Lohnstückkosten der Industrie (und die Exportpreise) nicht möglicherweise gesunken sind. Auch in diesem Fall könnte sich theoretisch eine Erhöhung der hier betrachteten REWK der südeuropäischen Länder ergeben, wenn die industriellen Lohnstückkosten (und die Exportpreise) vor allem in Deutschland und anderen wichtigen Handelspartnern noch stärker sinken würden. Tatsächlich sind aber die industriellen Lohnstückkosten in der Industrie (Nationalwährungsbasis) in Südeuropa auch in 2006 und 2007 (soweit Daten verfügbar) durchweg weiter gestiegen. Nur in Spanien ging die Zuwachsrate (auf gut 1 Prozent) zurück. Auch die Exportpreise nahmen zwischen 2002 und 2007 weiter recht kräftig zu, und das mit tendenziell eher noch steigenden Wachstumsraten.

<sup>15</sup> Bei einer realen Aufwertung sind zwar grundsätzlich auch die Unternehmen, die mit den Importen konkurrieren, einem höheren Wettbewerbsdruck ausgesetzt und mögen daher weniger investieren. Doch auch das Gegenteil mag der Fall sein, falls sie ihre Produktionsstruktur diversifizieren wollen, um sich weniger der internationalen Konkurrenz auszusetzen.

<sup>16</sup> In Deutschland beispielsweise machten Ausrüstungsinvestitionen (einschließlich der Investitionen in sonstige Anlagen) im Jahr 2007 gerade einmal 9 Prozent der gesamtwirtschaftlichen Verwendung aus. Allerdings mag mit einer Beschneidung der Investitionspläne auch ein Beschäftigungsabbau einhergehen, der bremsend auf den privaten Konsum wirkt. Die steigende Arbeitslosigkeit in Portugal könnte hier teilweise ihre Ursache haben. Allerdings erscheinen andere Gründe für die Wirtschaftsschwäche und damit die Arbeitslosigkeit gewichtiger (siehe Übersicht 7.3). In Italien war die Arbeitslosenquote bis zuletzt rückläufig.

<sup>17</sup> Dies wäre denkbar, wenn die Kapitalzuflüsse, die mit Leistungsbilanzdefiziten einhergehen, so produktiv verwendet werden, dass das gesamtwirtschaftliche Angebot stark zunimmt und schließlich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage übersteigt. Dann wäre der Umschwung zu einem Leistungsbilanzüberschuss möglich, ohne dass die Nachfrage sinkt und eine Wirtschaftskrise auslöst.

<sup>18</sup> Dabei spielt (neben der weiterhin relevanten Sorge vor Überschuldung) die Furcht vor einer Währungsabwertung eine Rolle. Diese senkt zwar das Leistungsbilanzdefizit, weil sie Exporte billiger und Importe teurer macht. Sie hat aber auch Auswirkungen auf die Auslandsschulden. Lauten diese auf heimische Währung, erleiden ausländische Anleger Vermögensverluste. Lauten sie auf ausländische Währung, steigen die Schulden in inländischer Währung durch die Abwertung und es kann zu einer Überschuldung kommen. Wenn ausländische Anleger eine Abwertung erwarten, droht folglich die Gefahr, dass sie ihre Gelder möglichst bald abziehen, was die Krise enorm verschärfen kann. In der Folge steigen die Zinsen stark und sorgen in einem schmerzhaften Prozess dafür, dass sich die überhöhte Nachfrage an das Angebot anpasst. Im Euroraum dagegen besteht die Abwertungssorge nicht. Vielmehr hat die Verschuldung beispielsweise Spaniens einen ähnlichen Charakter wie die Verschuldung einer Landesregion.

<sup>19</sup> Eine Abwertung muss nicht zwangsläufig zu einer dauerhaften Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit führen. Denn mit der Abwertung steigen Importpreise und Inflation. Wenn die Arbeitnehmer als Ausgleich höhere Löhne verlangen, also keine Reallohnverluste hinnehmen wollen, ist der positive Effekt wieder dahin. Eine Abwertung erleichtert die Anpassung allerdings dann, wenn Lohnanpassungen über die Inflation eher durchsetzbar sind als direkt über die Nominallöhne.

<sup>20</sup> Der Beschäftigungsaufbau in Südeuropa fand freilich vor allem in den Randbereichen des Arbeitsmarktes statt, also bei befristeten und Teilzeitarbeitsplätzen. Hier mag die Wirtschaftskrise sicherlich zu einer merklichen Umkehr führen. Jedoch dürfte die Pufferfunktion des Randbereichs die Kernbelegschaften, die politisch ungleich gewichtiger sind, mehr als zuvor vor Problemen schützen.

<sup>21</sup> Zum einen haben vorher Arbeitslose einen Qualifikationsverlust erlitten, der sich bei ihrer Rückkehr auf den Arbeitsmarkt in einer niedrigeren Produktivität zeigt. Zum anderen ist es gelungen, die vormals sehr niedrigen Beschäftigungsquoten von Geringqualifizierten zwischen 1999 und 2006 deutlich zu steigern – in Spanien um knapp 9 Prozentpunkte auf rund 60 Prozent, in Italien um rund 4,5 Prozentpunkte auf knapp 53 Prozent und in geringerem Maße in Griechenland um rund 2,5 Prozentpunkte auf knapp 60 Prozent. In Portugal, wo dieser Anteil bereits 1999 bei knapp 72 Prozent lag, blieb diese Quote konstant.

## Literatur

**Abreu**, Orlando, 2006, Portugal's boom and bust: lessons for the euro newcomers, ECFIN Country Focus, Vol. 3, No. 16, Brüssel

**Ahearne**, Alan / **Delgado**, Juan / **Weizsäcker**, Jakob von, 2008, A tail of two countries, Bruegel Policy Brief, Issue 04, Brüssel

**Altissimo**, Filippo / **Ehrmann**, Michael / **Smets**, Frank, 2006, Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN Evidence, European Central Bank Occasional Paper Series, No. 46, Frankfurt am Main

**Belke**, Ansgar / **Gros**, Daniel, 2007, Instability of the Eurozone, IZA Discussion Paper, No. 2547, Bonn

**Benalal**, Nicholai / **del Hoyo**, Juan Luis Diaz / **Pierluigi**, Beatrice / **Vidalis**, Nick, 2006, Output growth differentials across the euro area – some stylized facts, ECB Occasional Paper, No. 45, Frankfurt am Main

**Bennett**, Herman / **Moreno-Badía**, Marialuz / **Schule**, Werner / **Escolano**, Julio, 2008, Competitiveness in the southern euro area: France, Greece, Italy, Portugal and Spain, IMF Working Paper, No. 08/112, Washington D. C.

**Bergheim**, Stefan, 2007, Spanien 2020 – die Erfolgsgeschichte geht weiter, Deutsche Bank Research (Hrsg.), Aktuelle Themen, Nr. 394, Frankfurt am Main

**Böwer**, Uwe / **Guillemineau**, Catherine, 2006, Determinants of business cycle synchronization across euro area countries, ECB Working Paper, No. 587, Frankfurt am Main

**Conway**, Paul / **Janod**, Véronique / **Nicoletti**, Giuseppe, 2005, Product market regulation in OECD countries: 1998 to 2003, OECD Economics Department Working Papers, No. 419, Paris

**Cournède**, Boris / **Janovskaia**, Alexandra / **Noord**, Paul J. van den, 2005, Sources of inflation persistence in the euro area, OECD Economics Department Working Papers, No. 435, Paris

**Darvas**, Zsolt / **Rose**, Andrew K. / **Szapary**, György, 2005, Fiscal divergence and business cycle synchronization: irresponsibility is idiosyncratic, NBER Working Paper, No. 11580, Cambridge (Mass.)

**De Grauwe**, Paul, 2007, Economics of monetary union, Oxford/New York

**Deutsche Bundesbank**, 2007, Leistungsbilanzsalden und preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juni, 59. Jg., Nr. 6, S. 35–56

**Dhyne**, Emmanuel / **Alvarez**, Luis J. / **Le Bihan**, Herve / **Veronese**, Giovanni / **Dias**, Daniel / **Hoffmann**, Johannes / **Jonker**, Nicole / **Lunnemann**, Patrick / **Rumler**, Fabio / **Vilmunen**, Jouko, 2006, Price changes in the euro area and the United States, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 20, No. 2, S. 171–192

**Eichengreen**, Barry, 2007, The breakup of the euro area, NBER Working Paper, No. 13393, Cambridge (Mass.)

**EU-Kommission** – Europäische Kommission, 2006, Adjustment dynamics in the euro area – experiences and challenges, European Economy, No. 6, Brüssel

**EU-Kommission**, 2008a, Zehnjähriges Bestehen des Euro – 10 Erfolgsgeschichten, Brüssel

**EU-Kommission**, 2008b, EMU@10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, European Economy, No. 2, Brüssel

**EU-Kommission**, 2008c, Datenbank zu Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/thematic\\_articles/article12306\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_articles/article12306_en.htm) [Stand: 2008-09-25]

**EZB** – Europäische Zentralbank, 2007, Wachstumsunterschiede im Euro-Währungsgebiet: Ursachen und Auswirkungen, in: EZB-Monatsbericht April, Frankfurt am Main

**Fagan**, Gabriel / **Gaspar**, Vitor, 2007, Adjusting to the euro, European Central Bank Working paper series, No. 716, Frankfurt am Main

**Giannone**, Domenico / **Reichlin**, Lucrezia, 2006, Trends and cycles in the euro area – How much heterogeneity and should we worry about it?, ECB Working Paper, No. 595, Frankfurt am Main

**Goodhart**, Charles A. E., 2007, Currency unions: some lessons from the Euro-Zone, in: Atlantic Economic Journal, Vol. 35, No. 1, S. 1–21

**Grömling**, Michael, 2005, Zur Interpretation von Leistungsbilanzsalden: eine Fallstudie zum US-Leistungsbilanzdefizit, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 34. Jg., Nr. 4, S. 233–240

**Haan**, Jakob de / **Inklaar**, Robert / **Jong-A-Pin**, Richard, 2007, Will business cycles in the euro area converge? – A critical survey of empirical research, in: Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, S. 234–273

**Henzel**, Steffen / **Sauer**, Stephan, 2006, Konsequenzen der Inflationsunterschiede im Euroraum, in: ifo Schnelldienst, 59. Jg., Nr. 11, S. 12–27

**Hofmann**, Boris / **Remsperger**, Hermann, 2005, Inflation differentials among the euro area countries: potential causes and consequences, in: Journal of Asian Economics, Vol. 16, No. 3, S. 403–419

**IMF** – International Monetary Fund, 2005, France, Germany, Italy, and Spain: explaining differences in external sector performance among large euro area countries, IMF Country Report, No. 05/401, Washington D. C.

**IMF**, 2008, World Economic Outlook, October, Washington D. C.

**Issing**, Otmar, 2008, Ten years of the ECB – achievements and challenges, in: Goldman Sachs European Economics Group (Hrsg.), The euro at ten: performance and challenges for the next decade, S. 17–23, URL: <http://www2.goldmansachs.com/ideas/economic-outlook/euros-tenth-anniversary.html> [Stand: 2008-09-10]

**Langedijk**, Sven / **Roeger**, Werner, 2007, Adjustment in EMU: a model-based analysis of country experiences, European Economy Economic Papers, No. 274, Brüssel

**Lissovlik**, Bogdan, 2008, Trends in Italy's nonprice competitiveness, IMF Working Paper, No. 124, Washington D. C.

- Mink**, Mark / **Jacobs**, Jan P. A. M. / **Haan**, Jakob de, 2007, Measuring synchronicity and co-movement of business cycles with an application to the euro area, CESifo Working Paper, No. 2112, München
- Mongelli**, Francesco Paolo, 2008, European economic and monetary integration and the optimum currency area theory, European Economy Economic Papers, No. 302, Brüssel
- OECD** – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007a, Economic survey of Italy, 2007 – Summary, Policy Brief, Paris
- OECD**, 2007b, Economic survey of Spain, 2007 – Summary, Policy Brief, Paris
- OECD**, 2007c, Economic survey of Greece, 2007 – Summary, Policy Brief, Paris
- OECD**, 2008a, Datenbank zum Economic Outlook, No. 83, URL: [http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en\\_2649\\_34573\\_2483901\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en_2649_34573_2483901_1_1_1_1,00.html) [Stand: 2008-09-25]
- OECD**, 2008b, Economic Outlook, No. 83, Paris
- OECD**, 2008c, Economic survey Portugal, 2008 – Summary, Policy Brief, Paris
- Siebert**, Horst, 2007, The world economy – a global analysis, New York u. a. O.
- Starbatty**, Joachim, 2007, Die Bewährungsprobe der EWU steht noch aus, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 112. Jg., Nr. 2, S. 61–67
- Stavrev**, Emil, 2007, Growth and inflation dispersions in EMU: reasons, the role of adjustment channels and policy implications, IMF Working Paper, No. 07/167, Washington D. C.
- SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2005, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, Jahresgutachten 2005/06, Wiesbaden
- Tilford**, Simon, 2006, Will the Eurozone crack?, London
- Wickens**, Mike, 2007, Is the euro sustainable?, The University of York (Hrsg.), Discussion Papers in Economics, No. 18, York

## Die Autoren

Dr. rer. pol. **Berthold Busch**, geboren 1957 in Marburg/Lahn; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion an der Philipps-Universität Marburg; seit Februar 1984 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Europäische Integration innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik; seit 1999 Leiter der IW-Verbindungsstelle Brüssel.

Prof. Dr. rer. pol. **Winfried Fuest**, geboren 1946 in Büren/Westfalen; Studium der Wirtschaftswissenschaften in Münster; von 1976 bis 1979 wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzwissenschaft der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster; seit Februar 1979 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Öffentliche Haushalte, Steuer- und Finanzpolitik, Geld- und Währungspolitik; seit 1995 Mitglied der Geschäftsführung und stellvertretender Leiter des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik; seit 1999 außerdem Lehrbeauftragter an der Fachhochschule der Wirtschaft (FHDW) in Bergisch Gladbach; seit dem 1. April 2000 Professor an der FHDW.

PD Dr. habil. rer. pol. **Manfred Jäger**, geboren 1968 in Bad Wildungen; Studium der Mathematik in Paderborn; von 1993 bis 2005 wissenschaftlicher Mitarbeiter/ Assistent am Lehrstuhl für Wachstum und Konjunktur der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg; seit Juni 2005 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Finanzmärkte; seit 2005 außerdem Privatdozent an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg mit Lehrveranstaltungen in Makroökonomik sowie der Theorie und Empirie der Konjunktur; seit 2008 zudem Dozent an der European Business School (Oestrich-Winkel).

Dr. rer. pol. **Rolf Kroker**, geboren 1952 in Bramsche/Niedersachsen; Studium der Volkswirtschaftslehre in Münster; von 1977 bis 1981 wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzwissenschaft der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster; von 1981 bis 1992 Referatsleiter im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereiche Staat und Wirtschaft, Lohn- und Tarifpolitik, Einkommensverteilung, Konjunkturprognosen; seit Juli 1992 Leiter des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik und Geschäftsführer des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln.

Dr. rer. pol. **Hagen Lesch**, geboren 1964 in Wissen/Sieg; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn; von 1991 bis 2000 wissenschaftlicher Mitarbeiter im Institut „Finanzen und Steuern“, Bonn; seit Juni 2000 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Lohn- und Tarifpolitik, Gewerkschaftsökonomie und Arbeitskampfforschung innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik; von 2002 bis 2007 Lehrbeauftragter für Wirtschaftspolitik an der Rheinischen Fachhochschule Köln.

Dipl.-Volkswirt **Jürgen Matthes**, geboren 1967 in Dortmund; Studium der Volkswirtschaftslehre in Dortmund, Studienaufenthalt in Dublin/Irland; seit Dezember 1995 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln als persönlicher Referent des Direktors; seit 2000 Arbeitsbereich Neue Ökonomie, seit 2003 Arbeitsbereich Internationale Wirtschaftspolitik innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik.

Dipl.-Volkswirt **Christof Römer**, M. A., geboren 1974 in Landau in der Pfalz; Violoncello-Studium an der Staatlichen Hochschule für Musik Karlsruhe, Studium der Volkswirtschaftslehre und Politikwissenschaft an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz; von September 2001 bis Januar 2003 Referent bei der Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (BDA), Berlin, Abteilung Volkswirtschaft, Finanzen, Steuern; seit Februar 2003 Referent im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Außenwirtschaft und Auslandskonjunktur innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik.