ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Spahn, Peter

Working Paper

Integration durch Währungsunion? Der Fall der Euro-Zone

FZID Discussion Paper, No. 57-2012

Provided in Cooperation with:
University of Hohenheim, Center for Research on Innovation and Services (FZID)

Suggested Citation: Spahn, Peter (2012) : Integration durch Währungsunion? Der Fall der Euro-Zone, FZID Discussion Paper, No. 57-2012, Universität Hohenheim, Forschungszentrum Innovation und Dienstleistung (FZID), Stuttgart, https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:100-opus-7698

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/65378

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

FZID
FORSCHUNGSZENTRUM FZID

UNIVERSITÄT HOHENHEIM

FZID Discussion Papers

CC Economics

Discussion Paper 57-2012

INTEGRATION DURCH WÄHRUNGSUNION? DER FALL DER EURO-ZONE

Peter Spahn

Universität Hohenheim | Forschungszentrum Innovation und Dienstleistung

www.fzid.uni-hohenheim.de

Discussion Paper 57-2012

Integration durch Währungsunion? Der Fall der Euro-Zone

Peter Spahn

Download this Discussion Paper from our homepage:
https://fzid.uni-hohenheim.de/71978.html

ISSN 1867-934X (Printausgabe)
ISSN 1868-0720 (Internetausgabe)

Die FZID Discussion Papers dienen der schnellen Verbreitung von Forschungsarbeiten des FZID. Die Beiträge liegen in alleiniger Verantwortung der Autoren und stellen nicht notwendigerweise die Meinung des FZID dar.

FZID Discussion Papers are intended to make results of FZID research available to the public in order to encourage scientific discussion and suggestions for revisions. The authors are solely responsible for the contents which do not necessarily represent the opinion of the FZID.

Integration durch Währungsunion?
Der Fall der Euro-Zone

Peter Spahn

Universität Hohenheim

September 2012

1 Einleitung 1
2 Integration: ökonomische und politische Aspekte 3
3 Alte und neue Theorie der Währungsunion 5
Von der Stabilisierung zur Integration *5*
Der endogene optimale Währungsraum *8*
4 Makroökonomische Divergenz wegen übermäßiger Integration? 12
Einige empirische Eindrücke *12*
Die Walters-Kritik: Leistungsbilanzsalden als Ausweg *15*
Lawson-Doktrin und intertemporale Zahlungsbilanztheorie *17*
Marktwirtschaftliche Sanktionsmechanismen und grenzenloser Finanzmarkt *21*
Das institutionelle Dilemma *23*
5 Zusammenfassung 25

Literatur *27*

Abstract

Old OCA theory recommends to unite homogenous countries so that their macroeconomic interrelations do not pose severe stabilisation problems. New OCA theory rightly criticizes the 1960s flavour of the old approach and believes in the endogenous emergence of an OCA if countries use the facilities of an integrated financial market for their catching-up. Whereas in theories of intertemporal optimisation single agents and national economies succeed to go from indebtedness to development, in EMU they were tempted live beyond their intertemporal budget constraint. Professional observers tended to tolerate high current account deficits and loss of competitiveness as temporary phenomena by relying on the Lawson Doctrine. Actually, some EMU countries could avoid insolvency only by monetising their balance of payment deficit.

Keywords: optimal currency union, integration, intertemporal balance of payments, Walters critique, Lawson doctrine

JEL: E61, E63, E65, F02

> "In a regime of free trade and free economic intercourse it would be of little consequence that iron lay on one side of a political frontier, and labor, coal, and blast furnace on the other. But as it is, men have devised ways to impoverish themselves and one another; and prefer collective animosities to individual happiness."
>
> *John Maynard Keynes* (1920: 99)

1 Einleitung

Über einige Jahre hinweg beurteilte eine Mehrheit der Beobachter die Erfolgsaussichten des großen währungspolitischen Experiments einer Euro-Zone als "moderat optimistisch" (De Grauwe/Mongelli 2005: 29). Zwar hatte sich die tradierte Theorie optimaler Währungsräume bei den Gründungsentscheidungen der EWU als wenig hilfreich erwiesen, aber Bausteine einer neuen Theorie wurden gesammelt, die das im Ganzen ansprechende Bild der wirtschaftlichen Entwicklung analytisch zu bestätigen schienen. Der Schritt zur gemeinsamen Währung wurde so gleichsam im Nachhinein gerechtfertigt. "All in all the balance seems positive: the benefits outweigh the costs" (Mongelli 2008: 52).

Mittlerweile befindet sich die Euro-Zone offensichtlich in einer Systemkrise, die von der vorausgegangenen amerikanischen Finanzmarktkrise allenfalls ausgelöst, keinesfalls jedoch verursacht wurde. Im Kern handelt es sich um ein verschlepptes Problem mangelnder Wettbewerbsfähigkeit in einer Reihe von Mitgliedsländern, das sich in hohen Leistungsbilanzdefiziten und einer damit verbundenen Auslandsverschuldung gezeigt hat. Mit den aus der Welle übermäßiger privater Verschuldung entstehenden fiskalischen Folgekosten – und vor dem Hintergrund einer säkularen Schwäche des Steuerstaates – ist dann auch die mangelnde Tragfähigkeit der Staatsschulden deutlich geworden. Das akute Problem besteht in der mit den Institutionen und Regularien der Euro-Zone nicht zu bewältigenden Abschreibung und Verteilung von Forderungs- und Vermögensverlusten.

Damit stellen sich die Fragen,

- ob man sich doch zu leichtfertig über die Kriterien der tradierten Theorie optimaler Währungsräume hinweggesetzt hat, oder
- ob auch die neuen Ansätze dieser Theorie wichtige Aspekte unbeachtet lassen, oder
- ob die Krisenerscheinungen in der Euro-Zone letztlich gar nichts mit ihrem Charakter als Währungsunion zu tun haben.

Nun ist die letzte Frage eher rhetorischer Art. Schon die Schwierigkeiten bei der Finan-

zierung der Staatsschulden in einzelnen EWU-Ländern verweisen auf das Fehlen einer nationalen Notenbank, die in anderen Ländern mit weitaus höheren Schuldenständen für eine geräuschlose Finanzierung zu niedrigen Zinsen sorgt, zuweilen ohne selbst in den Markt einzugreifen (De Grauwe 2011). Zudem sind die Staatsschuldenprobleme in der Euro-Zone nicht zufällig verteilt; sie zeigen sich insbesondere in Ländern mit Defiziten an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Im Grunde reproduziert der regionale Bias des aktuellen Krisenszenarios das schon vor Gründung der EWU verbreitete (Vor-) Urteil: dass die "südlichen" Länder nicht reif für eine Währungsunion seien.[1]

An welcher Stelle hat die verfolgte Strategie versagt? Der folgende Beitrag geht dieser Frage nach, indem nach einer kurzen Betrachtung des Begriffs der Integration zunächst der Perspektivenwandel in der Theorie des optimalen Währungsraumes herausgearbeitet wird. Zentral ist hierbei die These, dass ein solcher Raum als *Folge* einer monetären Integration endogen entsteht. Daraufhin wird die Gegenthese entwickelt, dass Leistungsbilanzungleichgewichte und Krisentendenzen in den GIPS-Staaten als Konsequenz einer *übermäßigen* Integration verstanden werden können: Marktvermittelte und wirtschaftspolitische Regulierungen auf nationalen Ebene entfallen und werden durch zentrale Stabilisierungsinstitutionen nur unvollkommen ersetzt. Der gemeinsame Währungsraum schafft Anreize zu einem Verschuldungs-, Konsum- und Investitionsverhalten, das die Leistungsfähigkeit des nationalen Wirtschaftsraums systematisch überfordern kann. Liquiditäts- und Solvenzkrisen sind die unausweichliche Folge.

Neben der Analyse dieser inhaltlichen Zusammenhänge zielt der folgende Text auch auf die Dokumentation insbesondere früherer Stellungnahmen zum EWU-Projekt. Entgegen der zuweilen geäußerten Meinung, die Komplexität des Krisenphänomens belege die Grenzen wirtschaftswissenschaftlicher Analyse- und Prognosefähigkeiten und verlange völlig neue theoretische Ansätze[2], wird hier betont, dass die Schwachpunkte des Projekts durchaus bekannt waren. Im Nachhinein ist man auch erstaunt, wie präzise etwa die aktuelle Notmaßnahme einer Monetisierung von Staatsschulden antizipiert worden ist.

---

[1] Eine frühe Begründung für einen "Nord-Euro" findet sich bei Menkhoff und Sell (1992).

[2] Diese These wird in der öffentlichen Diskussion insbesondere mit Blick auf die amerikanische Finanzkrise und ihre weltwirtschaftlichen Folgen vertreten. Es ist hier nicht der Ort, um die von Martin Hellwig (auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2011) vertretene Position zu bestätigen, nach der alles "mit stinknormaler traditioneller Wirtschaftstheorie" zu erklären ist.

2 Integration: ökonomische und politische Aspekte

Integration lässt sich als Prozess einer zunehmenden wirtschaftlichen Verflechtung definieren, wobei in formaler Hinsicht der Grad der Marktvollkommenheit steigt, weil Zugangsbarrieren und Informationsdefizite abgebaut werden und die Vielfalt des Güterangebots wächst. Die Kommunikation zwischen Wirtschaftssubjekten und (Partial-) Märkten nimmt zu, gedanklich nähert sich das System einem Punktmarkt an, der die gesamten ökonomischen Aktivitäten der Gesellschaftsmitglieder erfasst (Wagener u.a. 2006: 22). Inhaltlich ist damit nicht nur eine Steigerung der statischen Effizienz à la Walras, sondern auch die Hoffnung auf mehr dynamische Effizienz à la Schumpeter verbunden.

Integration bedeutet die Herstellung eines "gemeinsamen Marktes", sie zielt auf die Realisierung einer vermehrten Arbeitsteilung, die seit Adam Smith oft mit einem Zuwachs an Wohlfahrt gleichgesetzt wird. Freilich kann dabei ein *Maximum* an Arbeitsteilung nicht das Ziel sein; ein *optimales Ausmaß* wird aber keineswegs zwangsläufig allein durch Marktkräfte gefunden.[3] Noch weniger ist eine Gleichverteilung von Wohlstand, ebenfalls eine prominente Zielsetzung der Europapolitik, ein notwendiges Ergebnis einer Marktöffnung.

Integration ist somit immer auch ein politisch gesteuerter Prozess. Die von liberaler Seite betonte Dichotomie "Integration durch Wettbewerb" versus "Integration durch Intervention", die eine "von unten" wachsende dezentrale Marktordnung einer "von oben" gelenkten Ausrichtung auf gemeinsame Ziele gegenüberstellt, verkennt, dass auch die Wettbewerbsstrategie politische Entscheidungen über Marktöffnungen und -regeln verlangt. In diesem Zusammenhang wird auch explizit angesprochen, dass sich mit der Integration neben dem ökonomischen Ziel der Binnenmarktschaffung auch ein "Friedensargument" verbindet; es drückt die Hoffnung aus, die über den Handel verbundenen Gruppen und Regionen würden weniger Neigung zu politischen oder gar kriegerischen Auseinandersetzungen zeigen (Mussler/Streit 1996).

Der Stil der öffentlichen Debatten in der Euro-Zone seit den Konflikten um Leistungen und Gegenleistungen bei diversen finanziellen Rettungsoperationen weist allerdings in eine andere Richtung. Das ist schon früh prognostiziert worden: "The likelihood of escalating con-

---

[3] Ein Beispiel sind die gestiegenen systemischen Risiken im Banksektor, der im Zuge einer inneren Arbeitsteilung überproportional zum BIP stark gewachsen ist und bei auftretenden Finanzschocks hohe Haftungsleistungen seitens der Gesellschaft nachfragt. Bei jedem Schritt einer weitergehenden Arbeitsteilung sind allgemein neben den zu erwartenden Produktivitätseffekten auch Transaktionskosten und (interne wie externe) Geschäftsrisiken abzuwägen. Gewinn- und Kosteneffekte sind aber häufig nicht internalisiert. Der Banksektor ist möglicherweise durch ein Übermaß an "Umwegproduktion" gekennzeichnet, das z.B. über eine Transaktionssteuer korrigiert werden müsste.

flicts might actually increase if several countries are forced to coordinate policies and compromise on various issues for the sake of an unnecessary monetary union" (Alesina 1997: 304). Die spürbare Verhärtung des politischen Klimas in Europa seit 2010 resultiert daraus, dass spätestens durch die Schuldenkrise ein Defizit an institutionellen Marktordnungsfazilitäten deutlich geworden ist (z.B. finanzpolitische Kontrollrechte und Beistandsgarantien), deren Aufbau aber mit den Präferenzen von Bürgern und Politikern zu kollidieren scheint.

Eben weil der gemeinsame Markt eine gewisse Institutionenbildung erfordert und auch nach sich zieht, stellt er – mehr als bei bloßen Handelskontakten – auch eine politisch/sozial/kulturell möglicherweise nicht immer gewünschte "Nähe" zwischen den Wirtschaftssubjekten her. Wirtschaftliche Integration tendiert insoweit zur politischen Integration, d.h. zu einer gemeinschaftlichen Festlegung der Rahmenbedingungen des gemeinsamen Marktes. Die Definition von Integration als "Verbindung einer Vielheit zu einer Ganzheit" (Ohr 1993: 29) deutet dabei einen potentiellen Verlust an Variationsbreite sozialer Interaktion an. Eine politische Union erfordert eine gewisse Standardisierung von bislang unterschiedlich ausgeprägten gesellschaftlichen Regeln und Verhaltensweisen.

Betrachtet man Gesellschaften ohne grenzüberschreitenden Handel, so zeigt sich ein politisch-ökonomischer "trade off between the economic benefits of size, which are a function of the trade regime, and the costs of heterogeneity resulting from large and diverse populations" (Alesina u.a. 1997: 2; vgl. Alesina u.a. 1995). Die Realisierung von Skaleneffekten verlangt einen "großen" Markt und dementsprechend auch einen "großen" Staat; in einem solchen Gemeinwesen bringt jedoch die Heterogenität der Subjekte und Interessen steigende soziale Kosten z.B. bei der Bereitstellung öffentlicher Güter mit sich. Daraus folgt, dass es eine optimale Größe von (geschlossenen) Marktgesellschaften geben muss.

Die Möglichkeit des Außenhandels löst diesen Konflikt jedoch wieder auf: "Small countries have the benefits of a low degree of conflict and relative convergence of preferences. [...] Large countries have several advantages, including economies of scale in the provision of public goods, insurance against shocks, and market size. However, as world trade becomes more open, one of the main benefits of a large country becomes much less important. A country does not have to be big to be open" (Alesina 1997: 301). Die steigende Zahl von Nationalstaaten nach dem zweiten Weltkrieg lässt sich mit dem zunehmend freieren Welthandel erklären. Handelsöffnung und politische Union sind aus dieser Perspektive Substitute, keine Komplemente.

Das Projekt einer politischen Union in Europa widerspricht somit den historischen Entwicklungstendenzen, die durch zunehmenden politischen Separatismus bei gleichzeitig stei-

gendem Offenheitsgrad der Volkswirtschaften gekennzeichnet sind. Alesina und Stella (2010: 43) halten deshalb die Herausbildung eines integrierten politischen Systems in Europa für unwahrscheinlich. "The idea of a politically united Europe with the Euro as its currency and the ECB as its central bank is fading [...]. The Euro will have to exist without a political entity behind its back."

Der normative Gehalt einer solchen Position ist der Freihandel, eingebettet in ein System flexibler Wechselkurse. Die währungstheoretischen und -politischen Erfahrungen in Europa haben jedoch nicht ohne eine gewisse innere Logik zunächst zu einem Fixkurssystem und danach zur Währungsunion geführt.[4] Aber kann man Freihandel mit einer Währungsunion verbinden? Das mit dem Vertrag von Maastricht begonnene Experiment lässt sich durchaus in diesem Sinne interpretieren: Die Währung sollte das gemeinsame Band der Euro-Staaten sein, an eine politische Union war (zumindest vorerst) nicht gedacht. Das Delors Committee (1989: 13) hatte betont: "Even after attaining economic and monetary union, the Community would continue to consist of individual nations with differing economic, social, cultural and political characteristics." Die Festschreibung nationaler Autonomie drückte sich insbesondere in finanzpolitischer Hinsicht aus, durch die betonte Eigenverantwortung bei Haushaltsführung und Staatsverschuldung.[5] Festzuhalten ist jedenfalls, dass die Ausblendung oder Zurückstellung des Ziels der politischen Union im Projekt der Euro-Zone kein Zufall oder Versehen war. Sie entsprach und – wie man an den Separationstendenzen in Osteuropa, Spanien oder Schottland sehen kann – entspricht dem Zeitgeist.

3 Alte und neue Theorie der Währungsunion

Von der Stabilisierung zur Integration

Die tradierte Theorie eines optimalen Währungsraumes (OCA) hat beim Gestaltungsprozess der Euro-Zone kaum eine Rolle gespielt.[6] Diese Theorie behandelt die Frage, unter welchen Bedingungen in einer Gruppe von Volkswirtschaften gegenläufige makroökonomische Nachfrageschocks mit oder ohne Zuhilfenahme von Wechselkursanpassungen bearbeitet werden

---

[4] Bei beiden Schritten spielte das Problem der Volatilität und Verzerrung realer Wechselkurse durch möglicherweise spekulative Kapitalbewegungen eine große Rolle.

[5] Der Stabilitäts- und Wachstumspakt steht dabei für Handlungsgrenzen, aber gerade nicht für eine gemeinsame Gestaltung der Finanzpolitik.

[6] Der bahnbrechende Report "One Market, One Money" stellte unmissverständlich fest: "The 'theory of optimum currency areas' provides a too narrow and somewhat outdated framework of analysis" (Commission 1990: 31; vgl. Beetsma/Giuliodori 2010).

sollten. Die in diesem Zusammenhang angestellten Analysen tragen unverkennbar das Signum der 1960er Jahre: Angebotsschocks, autonomer Lohn- und Preisdruck bei sinkender Produktivität und Inflationserwartungen waren noch mehr oder weniger unbekannt. Die Redeweise von Schocks vermittelte das Bild von additiven, punktuell auftretenden Störungen, die temporäre Abweichungen vom Gleichgewicht, jedoch keine konjunkturelle Bewegung anzeigen.[7] Der Wechselkurs erschien noch als beliebig steuerbares Instrument der Wirtschaftspolitik; man hatte noch keine Erfahrungen mit dem Wechselkurs als einem komplexen Finanzmarktpreis, dessen phasenweise große Volatilität ein eigenes Instabilitätspotential in die nationalen Volkswirtschaften hereinbrachte.

Im Kern behandelte diese Theorie optimaler Währungsräume primär stabilitätspolitische Probleme, weniger das Thema der Integration. Mit diesem Ansatz hätte man eine europäische Währungsunion schwerlich begründen können, zumal die hier als Voraussetzung für einen Verzicht auf das Wechselkursinstrument geforderten Bedingungen der Lohn- und Preisflexibilität sowie der Arbeitsmobilität kaum gegeben waren. "Conventional OCA theory may not account fully for the net benefits deriving from currency unions. [...] The many shortcomings of the 'old OCA theory' were likely to bias downwards the expected net benefits from monetary integration" (Mongelli 2008: 1, 19). Aber eigentlich diente diese Theorie, wie einer ihrer Mitbegründer später treffend feststellte, auch nur zum Vergleich zwischen den Stabilitätseffekten fixer versus flexibler Wechselkurse, sie war gar nicht gedacht für die Wahl zwischen fixen Kursen und einer Währungsunion (Kenen 1997); gerade darum ging es aber nach dem Zusammenbruch des EWS.

Zu diesem Zeitpunkt standen in stabilitätspolitischer Hinsicht zwei zumindest auf den ersten Blick konträre Zielsetzungen im Raum. Einerseits würdigte der Delors-Report zwar die ökonomische Führungsrolle der deutschen Geldpolitik bei der Ausrichtung der europäischen Volkswirtschaften auf das neue Prinzip monetärer Stabilität[8], andererseits war aber gerade diese – nicht zuletzt auch den Deutschen selbst unbequeme – hervorgehobene Machtstellung in Europa politisch nicht mehr akzeptabel. "The most potent motivating force behind support

---

[7] Dies war die Folge der Einbindung der Analyse in das damals herrschende *IS-LM*-Modell, das mit der Fiktion einer exogen vorgegebenen Geldmenge bei exogenen Störungen einen prinzipiell stabilisierenden Realkassen-Zins-Effekt ableitet. Der gegenläufige Effekt, der von Inflationsänderungen über den Realzins auf die Güternachfrage wirkt und darüber eine konjunkturelle Persistenz von makroökonomischen Störungen und auch eine kumulative Instabilität bewirken kann, wurde gemeinhin ausgeklammert (zu einer frühen Kritik siehe Tobin 1975).

[8] Der Erfolg des EWS "can be attributed to the participants' willingness to opt for a strong currency stance. [...] The System has benefited from the role played by the Deutschmark as an 'anchor' for participants' monetary and intervention policies" (Delors Committee 1989: 8).

of the Delors proposals was the desire to end the preponderant control of EMS monetary policy by the German Bundesbank" (Obstfeld 1997: 247). Die Europapolitiker versuchten, diesen Konflikt durch ein spezifisches Design für eine europäische Notenbank zu lösen, wobei allen Beteiligten klar war, dass "the whole project rested on Germany's willingness to give up its currency" (Wyplosz 2006: 246).

Parallel zu diesen institutionellen Reformschritten wurden Bausteine einer "neuen" Theorie optimaler Währungsräume propagiert, die generell auf das erwünschte Ergebnis hin konstruiert schien: Die Botschaft war, dass eine Währungsunion geringere Kosten, aber größere Vorteile als bislang angenommen mit sich bringe.

(1) Dem makroökonomischen Zeitgeist der 1980er Jahre folgend wurden die Stabilisierungspotentiale einer nationalen Geldpolitik deutlich niedriger als noch in der keynesianischen Ära veranschlagt. Das Konzept des "fine tuning" von Beschäftigung und Geldwert sei eine nicht-praktikable Irrlehre, die Wirtschaftspolitik könne keine beliebige Position auf der Phillips-Kurve aufrechterhalten (Tavlas 1993; Mongelli 2008). Zur Ehrenrettung der alten OCA-Theorie ist aber anzumerken, dass sie keineswegs ein Beschäftigungsniveau jenseits des Arbeitsmarktgleichgewichts anstrebte, sondern lediglich eine Verringerung der Fluktuationen um dieses Gleichgewicht.[9]

(2) Schon die Bindung der Wechselkurse an die D-Mark im EWS diente dem Ziel, mittels einer höheren Glaubwürdigkeit der Notenbank die langfristigen Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau zu kontrollieren; oft wurde jedoch der Versuchung nachgegeben, durch diskretionäre Abwertungen die Wettbewerbsposition der heimischen Wirtschaft zu verbessern und dabei allerdings auch den auf die Akteure ausgeübten Anpassungsdruck zu mildern. Die Abschaffung des Wechselkurses markierte aus der Sicht der monetaristisch-neuklassischen Wirtschaftstheorie das Maximum an Selbstbindung der nationalen Geldpolitik. Die EWU erscheint so als logischer Abschluss der in den 1980er Jahren begonnenen ordnungspolitischen Inflationsbekämpfung (Commission 1990: 22; Beetsma/Giuliodori 2010).

(3) Der Verzicht auf einen flexiblen Wechselkurs beseitigt die Unsicherheit, die oft von einem erratischen Devisenmarkt ausgeht. Zudem blieben nominale Kursanpassungen als stabilitätspolitisches Instrument langfristig ohne Einfluss auf den realen Wechselkurs (Commission 1990: 20, 24). Allerdings unterschlägt dieses Argument die mittelfristige Bedeutung von Kursanpassungen in Marktsystemen, die von nominalen und realen Rigiditäten gekennzeich-

---

[9] Aus der Perspektive der modernen Makroökonomie handelte es sich um eine Wahl auf der Taylor-Kurve, nicht auf der Phillips-Kurve (siehe dazu Cecchetti 1998).

net sind. Im EWS wurde dadurch der Aufbau großer Ungleichgewichte verhindert. Auch die Abwertung Italiens im Jahr 1992 ist eine Erfolgsgeschichte (Obstfeld 1997; Blanchard 2007).

(4) Der grundsätzliche Haupteinwand gegen die alte Theorie des optimalen Währungsraumes bestand in der Anwendung der sog. Lucas-Kritik. Diese hatte schon in den 1970er Jahren das traditionelle Ziel-Mittel-Denken mit dem fundamentalen Argument kritisiert, dass wirtschaftspolitische Entscheidungen nicht von einer gegebenen theoretischen Vorstellung über die Funktionsmechanismen des Marktes ausgehen können; neue politische Strategien verändern vielmehr die Optionen der privaten Interessenverfolgung und ziehen darüber Verhaltensänderungen nach sich. Eine Währungsunion stellt einen Regimewechsel dar, der das Bild bisheriger empirischer Regelmäßigkeiten zerstört und zu anderen Marktstrukturen führen kann. Die aus *gegebenen* Marktdaten erhobenen Kriterien, die über die Einführung einer Währungsunion entscheiden sollen, sind somit im Grunde genommen wertlos, weil sie sich eben durch diese Währungsunion verändern werden (Schelkle 2001: 3ff).

(5) Mit dem vorstehenden, eher methodologischen Punkt ergibt sich überhaupt erst die Perspektive einer europäischen *Integration*. Es geht nicht länger um die optimale Bearbeitung von Schocks mit dem Ziel einer makroökonomischen Stabilisierung, sondern um mittel- und langfristige Effekte, die mit einer Neustrukturierung von Allokation und Akkumulation in einem gemeinsamen größeren Währungsraum verbunden sind. Sinkende Transaktionskosten und steigende Wechselkurssicherheit schaffen den Rahmen für EWU-weite Investitionsplanungen und Handelswege; die Währungsunion weist den Weg in Richtung einer weiteren Festigung der Wirtschaftsbeziehungen.[10] Die Einführung des Euro wäre somit eine *nichtneutrale* geldpolitische Operation, die eine Neuverteilung der Ressourcen im Raum, ein höheres "natürliches" Produktions- und Beschäftigungsniveau (z.B. infolge von Hysteresis-Effekten) sowie reale Wachstumseffekte nach sich zieht (Commission 1990; Tavlas 1993).

Der endogene optimale Währungsraum

Die Quintessenz der letzten beiden Punkte ist die Hypothese, dass der optimale Währungsraum letztlich endogen als Folge der Währungsunion entsteht. Dies gilt insbesondere dann, wenn man nicht nur Anpassungen und Innovationen im privaten Sektor betrachtet, sondern auch integrationsunterstützende Schritte der Reformpolitik in den einzelnen Ländern in die Analyse einbezieht. Zu Ende gedacht impliziert diese Hypothese, dass die Wohlfahrtsgewinne

---

[10] "It precludes future competitive devaluations, facilitates foreign direct investment and the building of long-term relationships, and might over time encourage forms of political integration" (Mongelli 2008: 7).

umso größer ausfallen je *unterschiedlicher* die politisch-ökonomische Konstellation von Beitrittsländern ist – ein paradox anmutender Kontrast zur traditionellen Ansicht, nach der die Unionskandidaten möglichst ähnlich sein sollten.

Die Argumentation lässt sich mit Hilfe der folgenden *Abbildung 1* illustrieren (De Grauwe/Mongelli 2005; De Grauwe 2012: 82ff). Ausgangspunkt ist die vereinfachende Annahme, die Kosten einer Währungsunion bestünden in erster Linie in makroökonomischer Hinsicht, während die Erträge mikroökonomischer Art seien.[11]

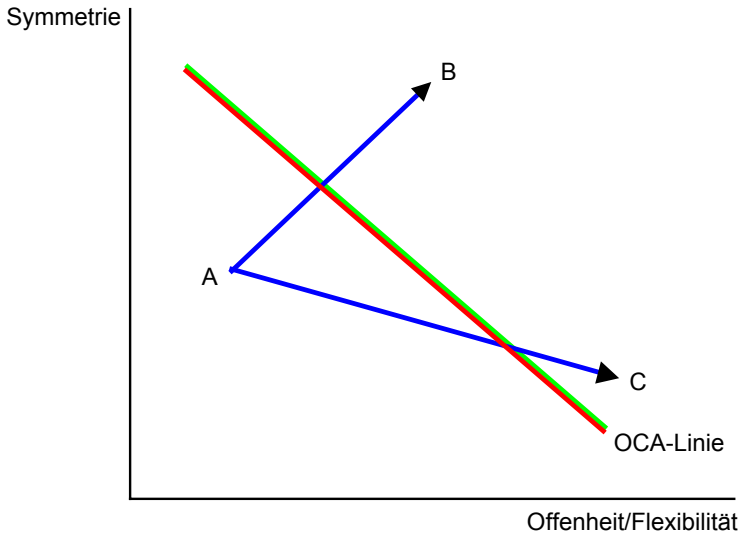

Abbildung 1: Dynamik des optimalen Währungsraumes

- Eine stärker *symmetrische gesamtwirtschaftliche Entwicklung* in den prospektiven Teilnahmestaaten (d.h. eine hohe Korrelation von Nachfrage, Produktion, Beschäftigung) verringert die Kosten, weil dann keine nationale Stabilisierungspolitik nötig ist. Anders ausgedrückt: Branchenkrisen treffen alle Volkswirtschaften in tendenziell gleicher Weise.
- Ein größerer *Handelsanteil am BIP* verringert die Kosten, weil man große Preisschocks aufgrund von Wechselkursvolatilität vermeidet; zudem deutet diese *Offenheit* auf eine wohlfahrtsfördernde Arbeitsteilung hin.

Die Entscheidung zugunsten einer Währungsunion kann sich auf beide Kanäle stützen. Folglich besteht zwischen Symmetrie und Offenheit eine substitutive Beziehung; eine deshalb negativ geneigte *OCA-Linie* definiert jenes Maß an volkswirtschaftlichen Kostenersparnissen

[11] Natürlich sind dabei Interdependenzen zu beachten: "Efficiency gains are microeconomic in nature but would obviously translate into macroeconomic effects. They can ultimately be expected to raise permanently the level of output and real income in the Community because of a higher overall factor productivity and a higher capital stock, in the same way as the completion of the internal market is expected to yield output and income gains" (Commission 1990: 49).

bzw. Erträgen, das einen Übergang zur Währungsunion lohnend macht.[12]

Üblicherweise wird nun angenommen, dass eine Währungsunion handelsfördernd wirkt.[13] Dieser Handelseffekt kann nun seinerseits konträre Entwicklungen auslösen:

- Da ein Großteil des Handels intra-industriell verläuft, kann man darauf setzen, dass sich in den Ländern ein ähnliches Spezialisierungsmuster durchsetzt und sich die Branchenstrukturen eher angleichen (Commission 1990: 24). Damit würde neben dem Offenheitsgrad auch die Symmetrie zunehmen (A → B) und selbst eine anfänglich nicht optimale Konstellation wächst mit der Zeit in einen optimalen Währungsraum.
- Nach der insbesondere von Krugman (1991) vertretenen Gegenthese könnte sich jedoch mit steigendem Handel auch eine zunehmende Spezialisierung der Regionen ergeben. Der Symmetriegrad geht dann zurück (A → C), aber auch dann wird realistischerweise, wenn auch etwas später, die Zone des optimalen Währungsraums erreicht.

Auch die finanzielle Integration kann dazu beitragen, eine bereits bestehende Währungsunion zu festigen. Neben der Finanzierung von Strukturwandel und Investition bietet ein integrierter Finanzmarkt eine Versicherungsfunktion bei asymmetrischen Schocks: Halten die Wirtschaftssubjekte Wertpapiere aus allen Regionen, d.h. unterliegen die Portfolios keinem "home bias", so sinken die Kapitaleinkommen auch in prosperierenden Regionen, wenn in anderen Regionen ein Konjunktureinbruch auftritt; hier wiederum profitieren die Wirtschaftssubjekte von den stabilen ausländischen Kapitaleinkommen.[14] Formal bedeutet dies, dass sich die OCA-Linie nach unten verlagert, weil eine gegebene makroökonomische Asymmetrie weniger zu Buche schlägt. Zu bedenken ist allerdings ein gegenläufiger Effekt: "Higher financial integration renders specialisation in production more attractive, therefore making macroeconomic fluctuations less symmetric" (Mongelli 2008: 43).

Weiterhin sollte der Übergang zu einer Währungsunion einen positiven Symmetriesprung bewirken, weil mit der Umsetzung einer gemeinsamen Geldpolitik eine Angleichung der nationalen Konjunkturzyklen zu erwarten ist (Punkt A verlagert sich nach oben). Dieses Argu-

---

[12] "Additional (macroeconomic) costs produced by less symmetry can be compensated by the additional (microeconomic) benefits produced by more integration" (De Grauwe/Mongelli 2005: 10).

[13] Die quantitativen Effekte werden allerdings mittlerweile von Seiten der empirischen Forschung relativiert (De Grauwe 2012: 68). In Europa erfolgte eine starke Zunahme des Binnenhandels bereits nach dem Start des gemeinsamen Binnenmarktes im Jahr 1993; diese Tendenz hat sich nach der Euro-Einführung etwas abgeschwächt fortgesetzt.

[14] "Financial integration is not fostering economic divergence and seems to be actually helping to reduce the impact of idiosyncratic shocks. Over time, greater financial integration and modernisation will make it easier for households to insure against idiosyncratic risk through borrowing and lending and cross-country ownership of financial assets, which will allow for more income-smoothing" (Mongelli 2008: 45).

ment setzt voraus, dass sich die Inflationsraten in der Währungsunion bereits weitgehend angeglichen haben, so dass die supranationale Notenbank einen einheitlichen Realzins im Währungsgebiet durchsetzen kann.[15]

In analoger Weise lässt sich die Beziehung zwischen *Symmetrie* und *Flexibilität* analysieren. Treten in den Mitgliedsländern asymmetrische Schocks auf, so benötigt man ohne die Ausgleichsfunktion eines flexiblen Wechselkurses ein hohes Maß an Lohn- und Preisflexibilität bzw. an realer Flexibilität in Form von Arbeitsmobilität. Wiederum ergibt sich aus dieser Überlegung eine negative geneigte OCA-Linie (*Abbildung 1*).[16]

Die Hypothese einer Endogenität des optimalen Währungsraumes wird nun durch das Argument gestützt, dass die Flexibilität der Märkte mit dem Übergang zur Währungsunion zunimmt. Die Intensivierung des Wettbewerbs sollte nicht nur die Dispersion der Preise in der Euro-Zone verringern[17], sondern auch ihre Reaktionsgeschwindigkeit bei Ungleichgewichten erhöhen. Vor allem auf dem Arbeitsmarkt wurde ein Regimewechsel erwartet. "Wage bargaining and price-setting behaviours [...] are not independent from the policy of the central bank. [...] A credible monetary union will affect the behaviour of wage-bargainers. They will be more careful about risking becoming uncompetitive, given that devaluation will not be an option" (Commission 1990: 49, 24). Eine Zunahme der nominalen Flexibilität verschiebt die Position der in der Union versammelten Volkswirtschaften nach rechts, wodurch die OCA-Grenze erreicht wird. Schließlich könne eine mangelnde reale Flexibilität, d.h. eine geringe Mobilität des Faktors Arbeit durch eine höhere Kapitalmobilität substituiert werden (Commission 1990: 46; Mongelli 2008). Die Anforderung an die reale Flexibilität der Arbeit sinkt somit, wodurch die OCA-Linie nach links verschoben wird.

Die These einer endogenen Verbesserung der OCA-Kriterien klingt allgemein plausibel. Methodisch könnte man allerdings noch eine "marginalistische" Anwendung einfordern, d.h. in jedem Einzelfall prüfen, wie sich die Konstellation in der Euro-Zone durch die Mitgliedschaft einzelner Volkswirtschaften verändert. Es könnte sich dabei zeigen, dass Länder, die an interner Glaubwürdigkeit gewinnen, möglicherweise gerade diejenigen sind, die ein Mehr an asymmetrischen Schocks in die Gemeinschaft einbringen (Alesina 1997).

---

[15] Bei divergierenden Inflationsraten freilich bewirkt der uniforme Nominalzins einen *prozyklischen* Realzinseffekt. Auf diese sog. Walters-Kritik ist noch zurückzukommen.

[16] "A declining degree of symmetry (which raises the costs) necessitates an increasing flexibility (which is a source of benefits of a monetary union)" (De Grauwe/Mongelli 2005: 11). Ein mögliches Gegenargument ist, dass Faktormobilität die reale Divergenz verstärkt, weil gerade die leistungsfähigsten Arbeitskräfte wandern (Ohr 1993).

[17] Hier ist allerdings nach Mitte der 1990er Jahre kein Fortschritt mehr zu verzeichnen (De Grauwe 2012: 57).

4 Makroökonomische Divergenz wegen übermäßiger Integration?

Einige empirische Eindrücke

Die vorstehenden Argumente mögen trotz ihrer nicht durchgängig gegebenen Eindeutigkeit genügen, um den gegen Ende der 2000er Jahre verbreiteten Optimismus im Hinblick auf die Tragfähigkeit einer europäischen Währungsunion verständlich zu machen, selbst wenn die Ausgangskonstellation als nicht optimal galt und manche Ergebnisse hinter den Erwartungen zurückblieben. So blieb etwa der große allgemeine Wachstumsschub aus; die Beseitigung der Wechselkursunsicherheit drückte die Risikoprämien der Realkapitalbildung offenbar nicht ausreichend, möglicherweise weil sich neue Unsicherheiten infolge des verschärften Wettbewerbs in der Euro-Zone zeigten. Das Produktivitätswachstum in der Euro-Zone war schwächer als erwartet; der Produktivitätsabstand zu den USA ist seit den 1970er Jahren in etwa konstant geblieben (Giannone u.a. 2009).

Eine Beurteilung der Integrationsfortschritte in der EWU ist schwierig, weil das empirische Bild stark überlagert wird durch die Effekte der tiefen (weltweiten) Wirtschaftskrisen seit 2008. Eine neuere Studie kommt auf der Grundlage eines mehrschichtigen Integrationsindexes zu dem Ergebnis, dass sich die Spannbreite zwischen dem am wenigsten integrierten Staat Griechenland und dem am stärksten integrierten Land Belgien kaum verändert hat; die aktuellen Krisenländer sind am wenigsten mit der EU verflochten (König/Ohr 2012).

Einen punktuellen Eindruck der Entwicklungstendenzen vermittelt die Arbeitslosigkeit in den Ländern der EWU im Vergleich von drei Stichjahren (*Abbildung 2*):

- Während der "Normalphase" von 1999-2007 zeigt die schwach positive Korrelation keine großen Veränderung der relativen Positionen, d.h. wo die Arbeitslosenquote zu Beginn der EWU hoch war, blieb sie auch hoch. Allerdings liegen die meisten Länder unter der 45°-Linie, d.h. die Lage am Arbeitsmarkt war zumeist im Jahr 2007 etwas besser als in 1999.
- In der Krisenphase von 2007-2012 steigt die Arbeitslosigkeit in den Ländern am stärksten, in denen sie schon im Ausgangspunkt relativ hoch war. Nur Deutschland konnte seine Position verbessern.
- Das Gesamtbild der Jahre 1999-2012 ist somit schwer zu deuten. Die Korrelation bleibt in erster Linie wegen der Länder Griechenland und Spanien positiv. Die Arbeitsmarktlage der GIPS-Länder hat sich deutlich verschlechtert und insgesamt bleiben die Unterschiede zwischen den Ländern sehr groß.

Im Hinblick auf die erwünschte Konvergenz am Gütermarkt ist aufschlussreich, dass die Korrelation der zyklischen Komponente der Industrieproduktion in der Euro-Zone in der Phase

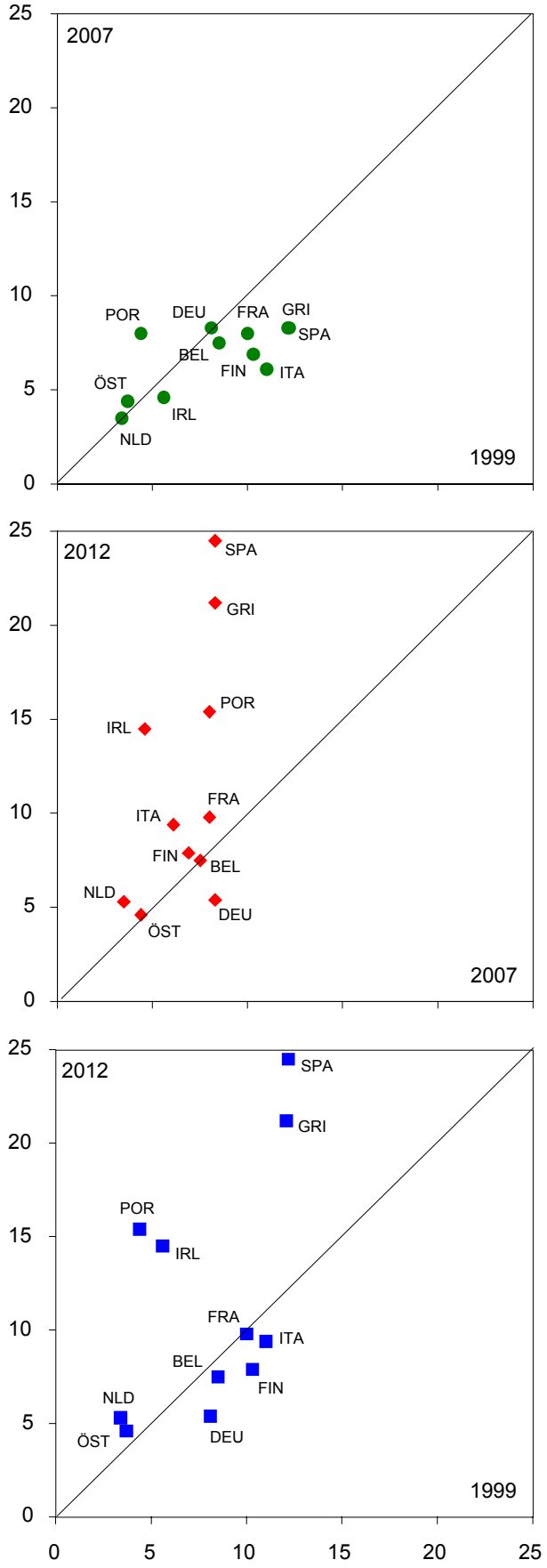

Abbildung 2: Arbeitslosenquoten in ausgewählten EWU-Ländern (Datenquelle: OECD Economic Outlook)

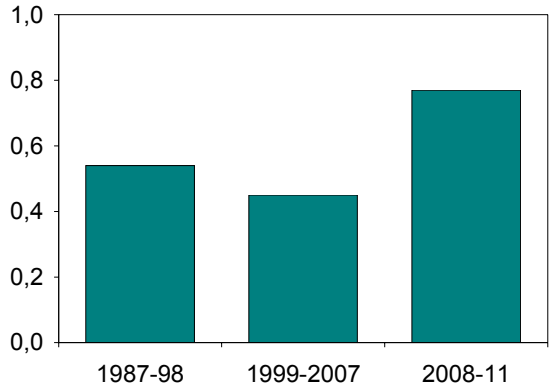

Abbildung 3: Korrelation der zyklischen Komponente der Industrieproduktion in der Euro-Zone (De Grauwe 2012: 85)

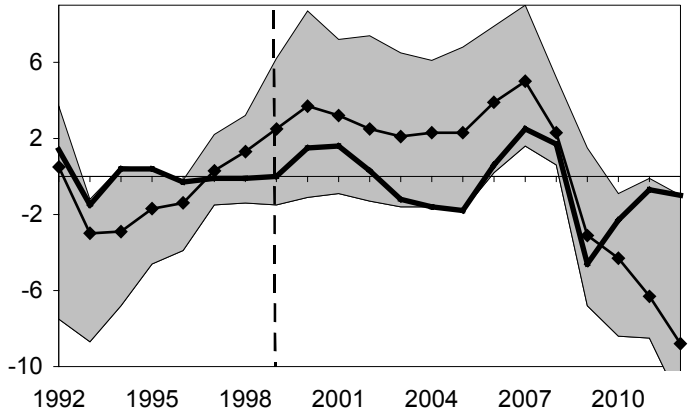

Abbildung 4: Outputlücken in Deutschland, im Durchschnitt der GIPS-Länder (◆: GRI, IRL, POR, SPA) und im Spektrum ausgewählter EWU-Länder (DEU, GIPS, BEL, FIN, FRA, ITA, NLD, ÖST) (Datenquelle: OECD Economic Outlook)

1999-2007 sogar geringer war als im Jahrzehnt vor Einführung des Euro (*Abbildung 3*). Erst in den Krisenjahren 2008-2011 hat sie dann deutlich zugenommen, was aber eben leicht durch den starken Effekt des weltweiten Konjunktureinbruchs zu erklären ist. Als Beleg für eine größere Symmetrie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung infolge einer EWU-internen Integrationstendenz kann dies jedenfalls kaum gelten. Auch die Outputlücken zeigen wenig Konvergenz, unterstreichen aber die relativ kräftige konjunkturelle Entwicklung in den GIPS-Staaten (*Abbildung 4*).

Die heterogene Entwicklung der Volkswirtschaften in der Euro-Zone wurde durchaus gesehen. Giannone und Reichlin (2006) untersuchten Trend- und Zyklusfaktoren und beantworteten ihre selbst gestellte Forschungsfrage "How much heterogeneity and should we worry about it?" kurz und bündig mit "Not so much and we should not, at least not yet." Eine spätere Untersuchung zeigte, dass die EWU die historischen Charakteristika der jeweiligen Konjunk-

turzyklen in den Mitgliedsländern nicht merklich verändert hat (Giannone u.a. 2009). Im Ganzen gesehen war man in Kreisen der EZB froh, dass die zyklischen Asymmetrien und Outputdivergenzen nicht noch zunahmen.

Die Walters-Kritik: Leistungsbilanzsalden als Ausweg

Schon zu Zeiten des EWS hatte Sir Alan Walters, der ökonomische Berater von Margarete Thatcher, auf eine drohende makroökonomische Instabilität infolge einer Zentralisierung der Geldpolitik in Europa hingewiesen. Offensichtlich ist eine gemeinsame Zinspolitik nicht in der Lage, divergierende Inflationstendenzen in einem Fixkurssystem bzw. einem gemeinsamen Währungsraum zu kontrollieren. Dieses Problem ist in der Euro-Zone möglicherweise wegen der – kaum begründeten – Annahme einer Inflationskonvergenz zunächst ausgeblendet worden. Auch später war Kritik am Dogma der EZB-Geldpolitik "One size fits all" aus naheliegenden Gründen wenig erwünscht, eben weil dies die Geschäftsgrundlage der Währungsunion bestritten hätte. "One size can fit some, but not all" (Giavazzi/Spaventa 2010: 14; vgl. Hefeker/Gros 2002).

Bei unterschiedlichen Inflationsraten und einheitlichem Nominalzins tritt ein Instabilitätseffekt auf, weil die Realzinsen in Hochinflationsländern sinken und in Niedriginflationsländern steigen; die makroökonomische Aktivität, Output und Preise, werden so weiter vom Gleichgewicht weggetrieben. Das Dilemma ist, dass selbst eine arbeitsmarkttheoretisch "richtige" Lohnpolitik (die also bei Unterbeschäftigung Zurückhaltung zeigt et v.v.) vermittelt über

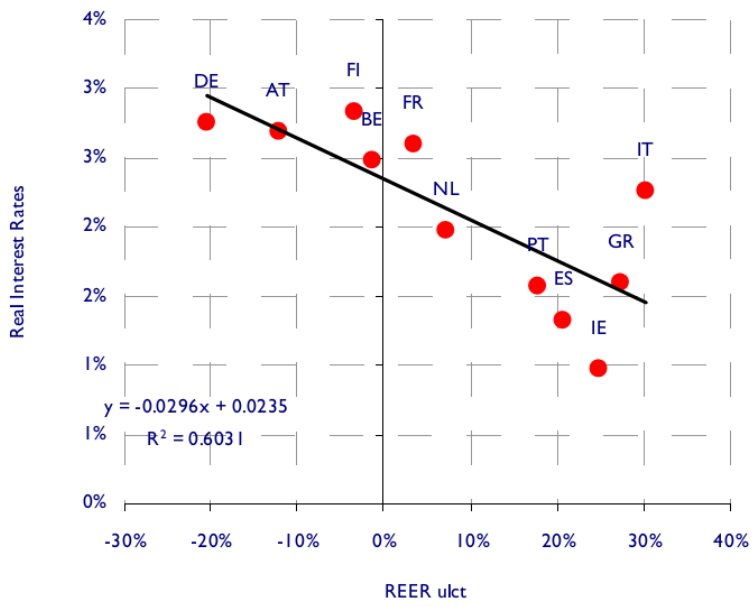

Abbildung 5: Realzins und realer Wechselkurs (kumulative Lohnstückkosten) (Mongelli/Wyplosz 2008:16)

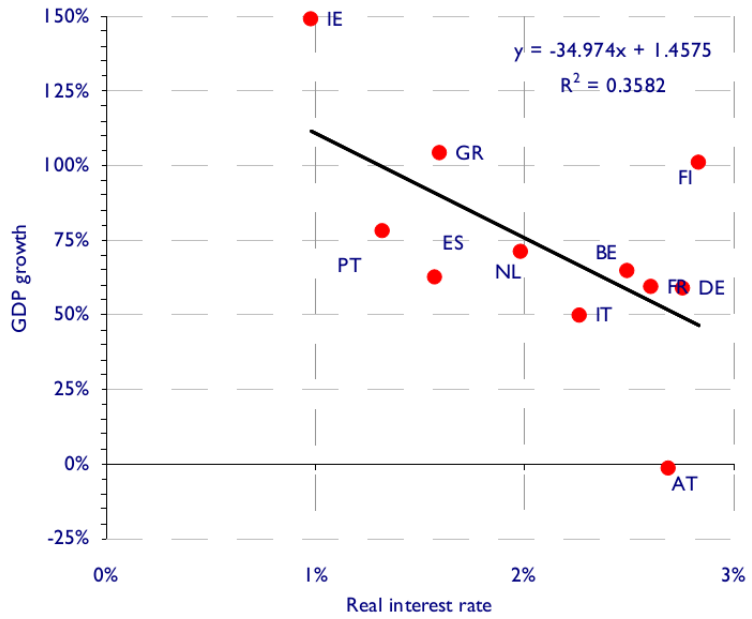

Abbildung 6: Realzins und Wirtschaftswachstum in Ländern der Euro-Zone 1999-2008 (Mongelli/Wyplosz 2008:16)

den Realzins prozyklisch und nicht stabilisierend wirkt.

Dieses Szenario wird empirisch teilweise bestätigt. Die Lohnstückkosten sind dort am stärksten gestiegen, wo der Realzins am niedrigsten war (*Abbildung 5*); dies markiert die stabilitätspolitische Fehlsteuerung. Gleichzeitig zeigt sich der theoretisch wenig überraschende negative Zusammenhang zwischen Realzins und Wirtschaftswachstum (*Abbildung 6*). Von einer allgemeinen kumulativen Divergenz der Makroentwicklung kann man jedoch nicht sprechen. Mongelli und Wyplosz (2008) hielten die Walters-Kritik deshalb für analytisch fehlerhaft, weil sie den stabilisierenden Effekt der Veränderung der preislichen internationalen Wettbewerbsfähigkeit übersehe.[18] In der Tat hat sich der durch den "falschen" Realzins bewirkte Expansionseffekt in den GIPS-Ländern vermittelt über den realen Wechselkurs in erster Linie in einem zunehmenden Leistungsbilanzdefizit niedergeschlagen (*Abbildung 7*).

Das Zusammenspiel des destabilisierenden Realzinseffekts mit dem stabilisierenden Realwechselkurseffekt führt in dynamischen Makromodellen je nach den verwendeten Bausteinen und Annahmen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Es lässt sich zeigen, dass nicht (!) auf den Beschäftigungsgrad reagierende Nominallöhne, eine geringe Persistenz der nationalen Konjunktur und ein hoher Glauben der Lohnsetzer an die von der EZB kontrollierte europäische Durchschnittsinflation günstig für die dynamische Stabilität des Systems sind (Artis

---

[18] Gerade deshalb ist aber Mongellis (2008) Interpretation der Inflationsunterschiede als Konvergenzbewegung der nationalen Preisniveaus fragwürdig.

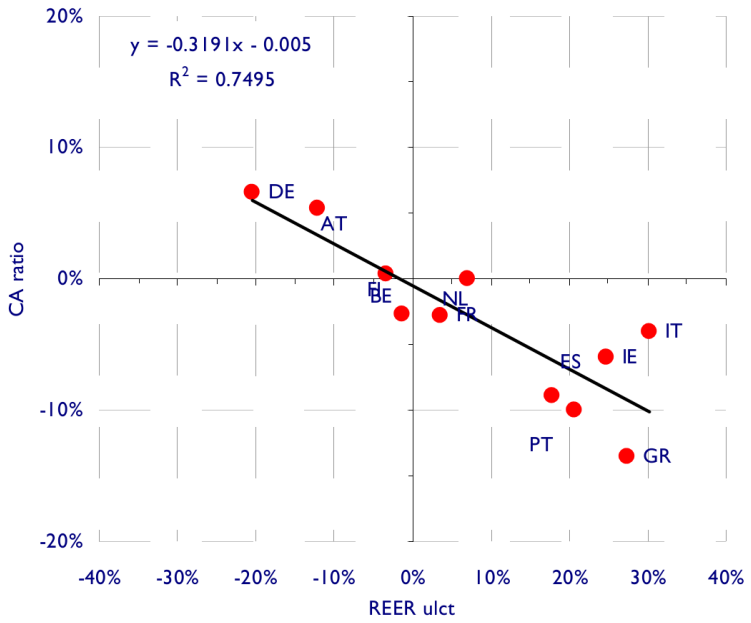

Abbildung 7: Leistungsbilanzsaldo/BIP und realer Wechselkurs in Ländern der Euro-Zone 1998-2008 (Mongelli/Wyplosz 2008:21)

2002; Geiger/Spahn 2007). Mongelli und Wyplosz (2008) zufolge sind von Zinsdifferenzen gesteuerte Direktinvestitionen hilfreich. Interessant ist, dass sie ein steigendes Leistungsbilanzdefizit als *Ausweg* aus dem Walters-Dilemma präsentieren, dieses aber für sich genommen in keiner Weise als problematisch erkennen. Vielmehr seien zunehmende Leistungsbilanzsalden ein Zeichen der Überwindung des Feldstein-Horioka-Paradoxons, der lange Zeit zu beobachtenden hohen Korrelation von Investition und Ersparnis auf der Ebene nationaler Volkswirtschaften. Der Befund einer solchen Korrelation impliziert saldenmechanisch einen nur kleinen Leistungs- und Kapitalbilanzsaldo.[19]

Lawson-Doktrin und intertemporale Zahlungsbilanztheorie

Die Vergrößerung der Kapital- und Leistungsbilanzsalden in der Euro-Zone wurde weithin als Auflösung einer quasi-pathologischen Marktunvollkommenheit begrüßt, als Beleg einer erfolgreichen Integration. Aus dieser Perspektive verringert die Währungsunion die Friktionen und Risiken im Kapitalverkehr, dies ermöglicht den wohlfahrtstheoretisch erwünschten Kapitalstrom von den reichen zu den ärmeren Ländern. Hier entkoppeln sich nationale Investition und Ersparnis. Die Investition nimmt wegen der steigenden Gewinnaussichten zu, der

[19] Ob er wirklich etwas aussagt über mangelnde internationale Mobilität des Kapitals, ist umstritten (Dooley u.a. 1987). Da mit geringfügigen Salden große Bruttoströme einhergehen können, belegt das Feldstein-Horioka-Resultat weder güter- noch vermögenswirtschaftlich eine geringe weltwirtschaftliche Verflechtung oder eine mangelnde Integration.

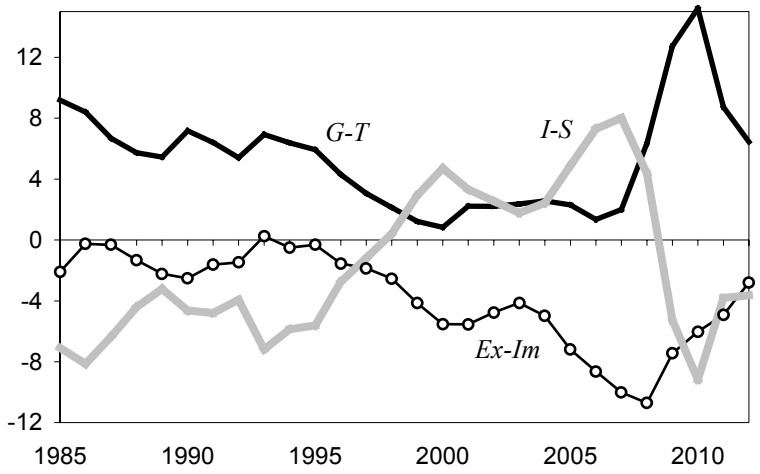

Abbildung 8: Staatlicher Ausgabeüberschuss, Leistungsbilanzsaldo und (als Restgröße) privater Ausgabeüberschuss (relativ zum BIP) im Durchschnitt der GIPS-Länder (Datenquelle: OECD Economic Outlook)

Konsum wegen erwarteter Einkommenssteigerungen der Haushalte (Blanchard/Giavazzi 2002; European Central Bank 2008: 83, 100). *Abbildung 8* zeigt diesen außergewöhnlichen "bubble" der *I-S*-Differenz in den GIPS-Ländern, der sich schon in Erwartung der EWU-Gründung aufbaute und sich nach 2003 noch einmal verstärkte.

Die steigenden Leistungsbilanzdefizite wurden von *privater* Verschuldung getrieben (man sieht, dass die GIPS-Budgetdefizite zunächst sogar zurückgingen). Kein Zweifel: Das war ein extremer asymmetrischer Schock, der nach der tradierten Theorie des optimalen Währungsraumes für den Einsatz der Wechselkurspolitik gesprochen hätte. Im Lichte der neuen Theorie erscheint dagegen dieser Schock als erwünschter Entwicklungs- und Modernisierungsboom, der als solcher eben nur *innerhalb* einer Währungsunion realisierbar ist. Die Aufnahme eines Landes wie Griechenland in den Euro-Raum lässt sich dann gerade damit rechtfertigen, dass dieses Land noch *nicht* auf dem Stand der restlichen Mitgliedsländer ist.

Entscheidend für den reibungslosen Ablauf der angestrebten Catching-up-Prozesse ist ein integrierter Finanzmarkt, der die steigende Verschuldung der Wirtschaftsakteure in der Peripherie ermöglicht. Die Verringerung der Zinsunterschiede zwischen nationalen Anleihen in der ersten Hälfte der 2000er Jahre wurde deshalb als Schritt zur Marktperfektion begrüßt; allerdings wurde die Schuldaufnahme nicht nur durch sinkende Zinsen, sondern auch durch Liberalisierungsschritte und in erster Linie durch den Zugang zum Euro-Finanzmarkt überhaupt erleichtert, der quantitativ und qualitativ völlig neue Spielräume eröffnete. Die makroökonomischen Ungleichgewichte zwischen den Euro-Ländern, ablesbar an den Leistungsbilanzsalden, galten als fundamental gerechtfertigt, weil sie aus der Verbesserung mikroökonomischer

Effizienz (durch geringere Transaktionskosten und höhere Transparenz) resultierten und makroökonomisch einen Konvergenzprozess durch den Ausgleich der Kapitalausstattungen bewirkten.[20]

Kritische Stimmen waren in der Minderheit, auch deshalb, weil es nach der Lawson-Doktrin (benannt nach einem britischen Schatzkanzler aus dem 1980er Jahren) keinen Grund für stabilitätspolitische Eingriffe gibt, wenn rational handelnde Individuen ihre Ausgabeüberschüsse mit privater Kreditaufnahme finanzieren. "To the extent that current account deficits reflect private saving and investment decisions, that there are no distortions, and that expectations are rational, there are no reasons for the government to intervene" (Blanchard 2008: 193).

Im Hintergrund dieser Doktrin steht das Bild eines Wirtschaftssubjekts, das seinen Lebensplan von Arbeit, Freizeit, Konsum und Ersparnis intertemporal optimiert. Dieser Ansatz wird auf die Volkswirtschaft übertragen und begründet so die intertemporale Zahlungsbilanztheorie. So wie die Aussicht auf ein steigendes permanentes Einkommen den individuellen Gegenwartskonsum erhöht, kann sich die Volkswirtschaft einen Importüberschuss leisten und den Kredit samt Zinskosten später aus einer Wachstumsdividende bzw. aus einem Exportüberschuss tilgen.[21] Im einzel- wie im gesamtwirtschaftlichen Fall ist dabei strikt *angenommen*, dass die Individuen bzw. Volkswirtschaften stets im Rahmen ihrer Budgetbeschränkungen, d.h. zahlungsfähig bleiben. Bankrotte kommen in der modernen, derart mikrofundierten Makroökonomie nicht vor, was impliziert, dass Schuldner *definitionsgemäß* unbeschränkt kreditwürdig sind (Goodhart 2007).[22]

Vor diesem Hintergrund wird verständlich, dass Blanchard und Giavazzi (2002: 149)

---

[20] Dieser Mechanismus war von Seiten der Europäischen Kommission schon früh angedacht worden: "Economies with a low capital/labour ratio and therefore with a relatively large potential for investment would actually gain from being able to partially finance investment through foreign savings, thus running current account deficits" (Commission 1990: 39).

[21] Dieser Ansatz korrespondiert zur traditionellen Theorie der Entwicklungspolitik, die ebenfalls einen Verschuldungszyklus postuliert, der Länder über einen Import- zu einem Exportüberschuss führen soll. Diese Strategie hat aber selten funktioniert (Riese 1986). Beispiele aus der Nachkriegsgeschichte sowie der Aufstieg Chinas deuten an, dass Entwicklung über primäre Exportüberschüsse funktioniert – oder gar nicht. Auch Blanchard und Giavazzi (2002) merken an, dass konträr zu ihrem europäischen Entwicklungsmodell der Aufstieg Irlands von Handelsüberschüssen begleitet war, ziehen daraus aber keine Schlüsse.

[22] Erst die Krise hat dann gezeigt, dass die Wahrung der Transversalitätsbedingung auch schlicht und einfach durch den Verlust der Forderungen auf Seiten der Auslandsgläubiger erfolgen kann: "The intertemporal approach of the current account suggests the need to generate trade surpluses to reduce the imbalance, while the asset valuation approach indicates that the adjustment can be done by changes in national asset values owned by foreigners versus the foreign assets in our country" (Camarero u.a. 2010: 7).

nach ihrer frühen Analyse dieses Entwicklungsmodells in der Euro-Zone eine klare Empfehlung gaben: "We discuss whether [...] Portugal and Greece should take measures to reduce their deficits. We conclude that, as a general rule, they should not."

Im Nachhinein wurde betont, die langfristige Tragfähigkeit der verfolgten Integrations- und Entwicklungsstrategie sei daran gebunden, dass der Kapitalzufluss auch produktiv verwendet wird – was ganz offensichtlich nicht der Fall war (Giavazzi/Spaventa 2010; Lane/Pels 2012). In Griechenland und Portugal flossen die meisten Auslandskredite direkt oder indirekt in den Konsum, die Immobilien-"Investitionen" Spaniens sind kaum anders zu beurteilen. Dass bei großen Kredit- und Verschuldungsschüben stets auch ein hoher Anteil von Fehlinvestitionen auftritt, hätte nun gerade Ökonomen allerdings nicht überraschen dürfen. Aber deren offenkundige Blindheit gegenüber den faktischen Fehlentwicklungen in den GIPS-Staaten war eben vermutlich in dem theoretischen Vorurteil eines Glaubens an die Lawson-Doktrin begründet.

Dabei gab es schon früh einzelne warnende Gegenstimmen. Gourinchas (2002) kommentierte die Analyse von Blanchard und Giavazzi kritisch, indem er auf einschlägige Erfahrungen in Südamerika verwies. Ein solide erscheinender Prozess des Catching-up, selbst wenn er in einen glaubwürdigen finanziellen Integrationsrahmen eingebunden ist, führe oft zu übermäßigem Konsum, sinkender Wettbewerbsfähigkeit und letztendlich sogar zur Illiquidität.[23]

Fünf Jahre später, aber immer noch lange vor dem Ausbruch der Krise, zeigte sich dann auch für Blanchard (2007) dieses eher pessimistische Bild bei einer erneuten Betrachtung der Situation in Portugal. Nach guten Wachstumsansätzen hatte der Produktivitätsfortschritt wieder nachgelassen, die Lohnsteigerungen setzten sich jedoch fort; der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zeigte sich in einem hohen Importüberschuss. Das intertemporale Entwicklungsmodell funktioniere eben nur in der Theorie, bei perfekten Märkten. Faktisch hatte sich ein nicht tragfähiger Boom herausgebildet, der nun schmerzhafte und langwierige Anpassungsprozesse

---

[23] "Real overvaluation may happen slowly in Portugal and Greece. But there are signs that it is coming. In time, this will require an adjustment in relative prices, which may be painful. [...] The experience of these two countries-up to this point-is very reminiscent of that of many Latin American countries that have adopted exchange rate-based stabilization programs. Stabilization of the exchange rate, renewed access to international capital markets, and some euphoria at the prospect of steady future growth combined to generate a strong consumption boom – that is, a decline in saving-which may or may not have been accompanied by an investment boom. Growth was initially solid and everything looked benign. Over time, however, clouds gathered on the horizon: the currency appreciated in real terms, competitiveness plummeted, and foreign investors became worried as growth performance failed to meet expectations. The endgame is well known: with a fixed exchange rate, restoring competitiveness required an adjustment in relative prices. Often this was too little and too late. Eventually capital pulled out, forcing devaluation" (Gourinchas 2002: 206, 204).

bei Produktivität und Löhnen erfordere. Blanchard (2007: 5n) bestätigte jetzt die damals noch zurückgewiesene Kritik: "Gourinchas [...] was more worried about the required adjustment. He was right."

Marktwirtschaftliche Sanktionsmechanismen und grenzenloser Finanzmarkt

Die steigende Bedeutung der Lohnpolitik in einer Währungsunion wurde schon vom Delors Committee (1989: 19) betont. "Wage flexibility and labour mobility are necessary to eliminate differences in competitiveness in different regions and countries of the Community. Otherwise there could be relatively large declines in output and employment in areas with lower productivity." Aber sogleich im Nachsatz wurden finanzielle Anpassungshilfen versprochen, um den Marktdruck ggf. abzumildern. Die Glaubwürdigkeit eines konsequent wettbewerbsorientierten Kurses der Wirtschaftspolitik war nicht hoch.

Zudem hatten die Europapolitiker auf ihrem Werbefeldzug für die EWU Wohlstandsillusionen geweckt, die sich – ähnlich wie bei deutschen Währungsunion – in einer zusätzlichen Rigidität der Lohnansprüche niederschlug. Der Beitritt zur Euro-Zone erschien als Garant für Einkommenssteigerungen; dass wegen der Abschaffung des Wechselkurses zusätzliche Bereitschaft zu Nominallohnsenkungen gefordert war, ist auf Seiten der Politik wenig verstanden und kommuniziert worden. Für die Wettbewerbsfähigkeit notwendige Lohndifferenzen bei den Handelsgütern lassen sich bei einheitlicher Währung schwerer durchsetzen, gerade weil Lohnunterschiede transparenter werden und die bestehenden nationalen Relationen zu den Einkommen im Bereich der Nichthandelsgüter als Sperre wirken (Ohr 1993).

Im Nachhinein ist auch klar, dass die nationale Wirtschaftspolitik in den GIPS-Ländern früher hätte gegensteuern sollen. Der makroökonomische Aufschwung hätte durch eine stärker restriktive Finanzpolitik begrenzt werden müssen. Aus damaliger Sicht jedoch schien dies weniger angezeigt, da die Arbeitsmarktdaten keineswegs bereits das Erreichen einer Vollbeschäftigungsschwelle signalisierten (Blanchard 2007). Im übrigen war durch die Mitgliedschaft in der Euro-Zone auch der unbedingte Zwang zu einer sparsamen Haushaltsführung deutlich verringert – auch wenn Mongelli (2008: 37) glaubte, in den verbliebenen Zinsdifferenzen (die zwischen griechischen und deutschen Staatspapieren bis auf 20 bp gesunken waren) noch ausreichend Marktdisziplin erkennen zu können. Die Primärüberschüsse, die bis 1999 angestiegen waren, gingen danach wieder zurück.[24]

Die Staatsfinanzen waren von Anfang an ein Schwachpunkt der EWU-Konzeptes. Die

---

[24] "Much of the recent fiscal progress is temporary, if not illusory" (Obstfeld 1997: 284).

stellenweise gehegte Hoffnung, der gemeinsame Finanzmarkt werde der staatlichen Kreditnachfrage einen zuverlässigen und strengen Rahmen setzen, erwies sich als trügerisch. Die Delors-Kommission hatte schon geahnt, dass die Anlagebereitschaft der Geldgeber – wie auf Vermögensmärkten üblich – prozyklischen Schwankungen unterliegen würde.[25] Der Report "One Market, One Money" sah aufgrund der Zugriffsmöglichkeit auf den Euro-Finanzmarkt und der zu erwartenden Zinsangleichung auf niedrigem Niveau eine erhebliche Verlockung zur Ausweitung der Staatsschulden. Auf Seiten der Anleger verschwindet mit dem Wechselkursrisiko auch die mögliche psychologische Sperre gegenüber finanziellen Auslandsinvestitionen. Die leichtere Verfügbarkeit einer Schuldfinanzierung könnte die fiskalische Disziplin unterhöhlen. "Financial market integration will make available a larger source of savings to national authorities and the external current account will disappear as a direct financial constraint. [...] Major constraints are at present high real ex-post interest rates in non-German ERM Member States, and the 'external constraint' which acts as a barrier to fiscal expansion when the country experiences a current account deficit or when a currency devaluation is at risk. Both will to a large extent disappear [...]. Therefore, discipline could be weakened. (Commission 1990: 23, 112; vgl. Wyplosz 2006, Beetsma/Giuliodori 2010).

Der Hinweis auf die nicht länger gegebenen "external constraints" ist ein Schlüssel zum Verständnis der Krise der Euro-Zone. Während der Verzicht auf das Wechselkursinstrument ja als ein wirtschaftspolitischer Verlust gesehen werden muss, erscheint zugleich die Nicht-Existenz eines Devisenmarktes paradoxerweise als ein Gewinn! Dies deshalb, weil damit die währungsmäßige Budgetbeschränkung der nationalen Volkswirtschaft aufgehoben und auch die Signalfunktion von Devisenbewegungen und Kursänderungen, die die inländischen Wirtschaftsakteure oft zur Anpassung zwingt, eliminiert wird. Ohne Zweifel ist dies auf kurze Frist für die Inländer angenehm, aber die Gefahr besteht, dass damit Fehlentwicklungen zu spät erkannt und volkswirtschaftliche Anpassungen immer weiter hinausgeschoben werden. Die Analyse des Reports legt diesen Schwachpunkt auf unfreiwillige Weise offen: "Balance of payments constraints will disappear in the way they are experienced in international relations. Private markets will finance all viable borrowers, and savings and investment balances will no longer be constraints at the national level. [...] The disappearance of the intra-Com-

---

[25] "Experience suggests that market perceptions do not necessarily provide strong and compelling signals and that access to a large capital market may for some time even facilitate the financing of economic imbalances. Rather than leading to a gradual adaptation of borrowing costs, market views about the creditworthiness of official borrowers tend to change abruptly and result in the closure of access to market financing. The constraints imposed by market forces might either be too slow and weak or too sudden and disruptive" (Delors Committee 1989: 20; vgl. Spahn 2011).

munity external constraint would be at least partially a substitute [sic!] for nominal exchange rate adjustment in EMU" (Commission 1990: 24, 162). Als ob mit der Zahlungsbilanzschranke zugleich auch die Notwendigkeit einer Anpassung an Marktzwänge entfallen würde!

Mit dem Verlust des Devisenmarktes wird der europäische Finanzmarkt mit all seinen Eigentümlichkeiten im Hinblick auf Über- und Unterschätzung der Solidität von Investitionsprojekten zur Drehscheibe der makroökonomischen Kreditversorgung und tritt insoweit an die Stelle der nationalen Geldpolitik. Die zentralen Triebkräfte der Krise in der Euro-Zone – die über die Finanzmärkte vermittelten makroökonomischen Ungleichgewichte und die private Verschuldung – erschienen aber zunächst in überaus positivem Licht, ein Gefahrenpotenzial wurde in keiner Weise erkannt, und dies, obwohl die Datenlage relativ klar war. Noch kurz vor Ausbruch der Griechenland-Krise waren die Ökonomen voll des Lobes über die Weisheit der Finanzmärkte, das Kapital zum besten Wirt zu lenken, und es wurde von allen Seiten stolz verkündet: "Financial markets have become more efficient in allocating capital across Europe" (Schmitz/Hagen 2009: 5; vgl. Mongelli 2008; Beetsma/Giuliodori 2010).

Die Autoren hatten nicht bemerkt, dass zu diesem Zeitpunkt der europäische Finanzmarkt seine Kreditvermittlungsfunktion bereits eingestellt hatte (was nicht verwundert, da selbst die Bundesbank die hier relevanten Daten der TARGET2-Statistik faktisch unter Verschluss hielt, d.h. in der Zahlungsbilanzstatistik unter "Sonstiges" versteckte). Der Kapitalstrom in die GIPS-Länder stoppte nach 2007. Ihre anhaltenden Leistungsbilanzdefizite und die spätere Kapitalflucht wurden durch eigene Geldschöpfung im Rahmen der dezentralen EZB-Geldpolitik finanziert. Die Zahlungsunfähigkeit der GIPS-Länder wurde auf diese Weise vermieden bzw. hinausgeschoben (Spahn 2012). Erst die später auftretenden Probleme bei der Refinanzierung ihrer Staatsschulden führten zum offenen Ausbruch der Euro-Krise, da der Weg zur monetären Finanzierung auch der öffentlichen Haushalte wegen der offenkundigen wirtschaftspolitischen Normenverletzung nur zögerlich beschritten wurde.

Das institutionelle Dilemma

Die Währungsunion hat die Herausbildung hoher Finanzierungssalden bei Haushalten, Unternehmen, Staat und in den transnationalen Wirtschaftsbeziehungen gefördert und insoweit auch zur Integration in der Euro-Zone beigetragen; sie hat den Mitgliedsländern jedoch keinen Weg gewiesen, mit solch großen Ausgaben-Einnahmen-Differenzen umzugehen und die Entstehung nicht tragfähiger Gläubiger-Schuldner-Positionen zu kontrollieren. Der Euro-Finanzmarkt individualisiert und "entnationalisiert" die Ausgabenprojekte der Wirtschaftsakteure – eben dies ist das Ziel der Integration. Aber in der Summe können dabei Investitions-

wellen und Klumpenrisiken entstehen, die die jeweils nationale Ökonomie überfordern und für deren Abfederung auf EWU-Ebene scheinbar niemand zuständig ist. Ein Beispiel ist die Immobilienkreditblase in Spanien, deren schiere Größe die bisherigen nationalen Erfahrungswerte bei weitem überstieg, so dass die Marktbeurteilungen von Banken und Bankaufsicht versagte.[26]

Die Aufhebung der über den Devisenmarkt vermittelten Restriktionen verschafft Individuen wie den bisherigen nationalen Volkswirtschaften eine "grenzenlose" Dispositionsfreiheit, beseitigt jedoch zugleich eine wichtige Informations- und Kontrollinstanz. So können makroökonomische Ungleichgewichte in und zwischen den nationalen Volkswirtschaften entstehen, deren Bewältigung nicht dem Markt überlassen werden kann, für deren Stabilisierung jedoch keine geeigneten Institutionen existieren. Eine flexibel reagierende Fiskalpolitik wird durch die angestrebte Regelbindung weiter erschwert.

Im Hinblick auf die Stabilisierung der öffentlichen Haushalte hatte die Europäische Kommission auf einen intertemporalen Substitutionsvorgang gesetzt: Zwar würde der Finanzmarkt "heute" eine Schuldaufnahme erleichtern, "langfristig" war aber eine Monetisierung im Grundsatz strikt ausgeschlossen. Jedoch schien die Kommission selbst nicht daran zu glauben, dass dieser Grundsatz durchzuhalten war, auch nicht bei einer unabhängigen Notenbank: "Even if monetary policy is formally insulated from Treasury pressures, the very fact that a monetary tightening could turn a difficult budgetary situation into a genuine financial crisis acts as a de facto constraint to the central bank." Die Drohung von Staatsbankrott und Euro-Austritt würde sofort massive Verluste für die übrigen Mitgliedsstaaten mit sich bringen. "Financial difficulties in one Member State would raise the issue of financial solidarity across the Community. At the extreme, this would take the form of pressures to bail out an insolvent government. But milder forms of solidarity can exist, e.g. through the purchase by EuroFed of a disproportionate share of public bonds from a specific country" (Commission 1990: 107; vgl. 23, 102).

Nun war die Beschreibung dieses Szenarios nicht als Prognose gedacht (als solche war sie

---

[26] Ein weiteres Beispiel ist Irland, das an der Verarbeitung einer nationalen Bankenkrise leidet, die im Prinzip auf europäischer Ebene (statt über den irischen Staatshaushalt) hätte gelöst werden müssen. Im Falle einer Krise des in Frankfurt konzentrierten deutschen Banksystems hätte man früher auch nicht den Frankfurter Stadtkämmerer, sondern den Bundesfinanzminister bzw. den Bundesbankpräsidenten gerufen. Offenbar war der irische Banksektor aus nationaler Perspektive zu groß; dies war jedoch Ausdruck einer Spezialisierungsstrategie im europäischen Währungsraum. Die Forderung nach einer direkten europäischen Bereinigung der Bankenkrise wurde im Jahr 2010 gar nicht erst erhoben, weil das Prinzip der nationalen Verantwortlichkeit für derartige Ereignisse noch nicht (wie später nach der spanischen Bankenkrise) erodiert war. Andernfalls hätten die Partnerländer auch mit Recht die Unverantwortlichkeit der Anhäufung eines solchen Klumpenrisikos moniert.

bemerkenswert treffsicher[27]), sondern als eindringliche Mahnung zu einer politischen Regulierung der Haushaltspolitik ex ante, die auch schon vom Delors Committee (1989: 20) gefordert worden war. Schnell wurde jedoch klar, dass die hierzu erlassenen Regeln leicht zu umgehen waren, und prohibitive, vom Gläubigerrisiko getragene Zinsdifferenzen müssen sich auf ein Bail-out-Verbot gründen. Dieses aber – so die Europäische Kommission mit erstaunlichem Weitblick – sei im Grunde nicht glaubwürdig, weil die europapolitische Philosophie der Solidarität dem entgegenstehe: "Markets cannot be expected to behave as if solidarity across Community Member States were completely ruled out, since concerns for solidarity are integral to the philosophy of the Community" (Commission 1990: 100; vgl. 111, 126).

Damit ist schon Jahre vor Gründung der EWU ihr institutionelles Dilemma auf den Punkt gebracht: Das immer wieder beschworene Gemeinschaftsgefühl in Europa, die Triebfeder des Projekts einer Währungsunion, unterminiert die Glaubwürdigkeit einer marktwirtschaftlichen Norm der Selbstverantwortlichkeit, die das Fundament einer Währungsunion ohne politische Union darstellen müsste.

5 Zusammenfassung

Die traditionellen Theorie des optimalen Währungsraumes postuliert Kriterien, um nur Länder mit einem solch hohen Homogenitätsgrad zusammenführen, dass sich keine regionalen Stabilisierungsprobleme stellen. Dieser Ansatz war nicht nur wegen seiner theoretischen Beschränkung auf die makroökonomische Theorie der 1960er Jahre, die marktendogene Erwartungs- und Strukturveränderungen ausgeblendet hatte, als Orientierungshilfe für das Projekt einer europäischen Währungsunion ungeeignet; entscheidend war, dass er dem integrationsökonomischen Desiderat keinen Raum gab, das schon seit Jahrzehnten die Norm der europäischen Politik bildet.

Die neue OCA-Theorie liefert folglich keine (Ausschluss-) Kriterien, sondern mehr oder weniger zusammenhängende Bausteine, die die endogene *Entstehung* eines wohlfahrtstheoretisch begründeten optimalen Währungsraumes analytisch erklärbar machen sollen. Die erwünschte Botschaft hierbei war, dass gerade auch für im Ausgangspunkt strukturell unterschiedliche Länder mit differierender Wirtschaftskraft ein Entwicklungspotenzial im gemeinsamen Währungsraum gesehen wird. Asymmetrische Schocks, die den "größtmöglichen Stör-

---

[27] So im übrigen auch schon Obstfeld (1997: 278): "The ESCB, in safeguarding the payment system, could effectively find itself obliged to bail out a country in financial distress by monetizing its liabilities."

fall" für eine Währungsunion darstellen, galten als wenig relevantes Problem, weil mit der Ausschaltung der nationalen Konjunkturpolitik nach dem monetaristisch-neoklassischen Paradigma die wichtigste Ursache für deren Auftreten entfallen sei. Die neue OCA-Theorie wird jedoch – gemessen an ihrem eigenen Anspruch – dadurch inkonsistent, dass sie einen asymmetrischen "Schock" von systemischem Ausmaß, nämlich den von Integrationskräften getriebenen erwünschten Entwicklungsboom einer aufholenden Volkswirtschaft als Stabilitätsproblem ignoriert.

An den fehlenden makroökonomischen Institutionen zur Kontrolle und Bewältigung dieser Ungleichgewichte ist die erste Dekade der EWU gescheitert. Der Markt eröffnete mehr Integration als wirtschaftspolitisch bewältigt werden konnte. Wo die tradierte OCA-Theorie noch den Verlust des Wechselkursinstruments als Negativposten verbucht hatte, begrüßt die neue Theorie den Wegfall von Zahlungsbilanzschranken als Entwicklungsspielraum. In Anlehnung an ein Konzept intertemporaler Optimierung sollte eine steigende einzel- und gesamtwirtschaftliche Verschuldung ein Catching-up über die Kapitalbildung und gleichzeitig eine Anpassung des Konsums an die erwartete Einkommenssteigerung ermöglichen. Faktisch gab es diesen Konsum auf Pump im großen Stil, die Faktoreinkommen erlagen gern verbreiteten Wohlstandsillusionen und die Verluste an preislicher Wettbewerbsfähigkeit konnten nicht mehr wie früher durch geräuschlose Abwertung korrigiert werden.

Während in der heilen Welt intertemporaler Modelle die Akteure stets im Rahmen ihrer Budgetbeschränkung und damit zahlungsfähig bleiben, ist in der EWU nach dieser großen Integrationswelle ein immenser Betrag von Konsumenten- und Investorenschulden übrig geblieben, der zusammen mit den in der Krise stark angestiegenen Staatsschulden keine Gläubiger mehr findet. An der Frage der Verteilung bzw. Monetisierung dieser Abschreibungslasten von systemischem Umfang droht die EWU zu zerbrechen. Die nachträgliche Errichtung von Institutionen mit weitreichenden Kontroll- und Regulierungsbefugnissen ist in Europa ohnehin schwierig, weil Präferenzen von Bürgern und Politikern dem entgegenstehen. Die Gründung einer politischen Union ist aber insbesondere dann wenig attraktiv, wenn ihr erster Akt die Sozialisierung von Staatsschulden ist.

Literatur

Alesina, A. (1997): Comment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 301-304.

Alesina, A. / Stella, A. (2010): The Politics of Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 15856, Cambridge.

Alesina, A. u.a. (1995): Together or Separately? Issues on the Costs and Benefits of Political and Fiscal Unions. *European Economic Review*, 39, 751-758.

Alesina, A. u.a. (1997): Economic Integration and Political Disintegration. *NBER Working Paper*, 6163, Cambridge.

Artis, M. J. (2002): Reflections on the Optimal Currency Area (OCA) in the Light of EMU. *Oesterreichische Nationalbank Working Paper*, 69, Wien.

Beetsma, R. / Giuliodori, M. (2010): The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions – An Overview of Recent Research. *Journal of Economic Literature*, 48, 603-641.

Blanchard, O. J. (2007): Adjustment Within the Euro – The Difficult Case of Portugal. *Portuguese Economic Journal*, 6, 1-21.

Blanchard, O. J. (2008): Current Account Deficits in Rich Countries. *IMF Staff Papers*, 54, 2, 191-219.

Blanchard, O. J. / Giavazzi, F. (2002): Current Account Deficits in the Euro Area – The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 147-209.

Camarero, M. u.a. (2010): External Imbalances in a Monetary Union – Does the Lawson Doctrine Apply to Europe? *Working Papers in Applied Economics*, WPAE-2010-06, Universität Valencia.

Cecchetti, S. G. (1998): Policy Rules and Targets – Framing the Central Banker's Problem. Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, June, 1-14.

Commission of the European Communities (1990): One Market, One Money – An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. *European Economy*, 44.

De Grauwe, P. (2011): A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance. *CESifo Working Paper*, 3456, München.

De Grauwe, P. (2012): *The Economics of Monetary Union*. 9. Aufl. Oxford.

De Grauwe, P. / Mongelli, F. P. (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *ECB Working Paper*, 468, Frankfurt.

Delors Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989): *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*.

Dooley, M. u.a. (1987): International Capital Mobility – What Do Saving-Investment Correlations Tell Us? *IMF Staff Papers*, 34, 503-530.

European Central Bank (2008): 10th Anniversary of the ECB. *Monthly Bulletin*, Special Edition.

Geiger, F. / Spahn, P. (2007): One Size Fits None? Common Monetary Policy and Inflation Differentials in EMU. In: Hein, E. u.a., Hg.: *European Integration in Crisis*. Marburg, 281-300.

Giannone, D. / Reichlin, L. (2006): Trends and Cycles in the Euro Area – How Much Heterogeneity and Should We Worry About It? *ECB Working Paper*, 595, Frankfurt.

Giannone, D. u.a. (2009): Business Cycles in the Euro Area. *ECB Working Paper*, 1010, Frankfurt.

Giavazzi, F. / Spaventa, L. (2010): Why the Current Account May Matter in a Monetary Union – Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area. *CEPR Discussion Paper*, 8008, London.

Goodhart, C. A. E. (2007): Monetary and Social Relationships. In: Giacomin, A. / Marcuzzo, M. C., Hg.: *Money and Markets*. Oxon / New York, 15-30.

Gourinchas, P.-O. (2002): Comment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 196-206.

Hefeker, C. / Gros, D. (2002): One Size Must Fit All – National Divergences in a Monetary Union. *German Economic Review*, 3, 247-262.

Kenen, P. B. (1997): Preferences, Domains, and Sustainability. *American Economic Review*, *Papers and Proceedings*, 87, 211-213.

Keynes, J. M. (1920): *The Economic Consequences of the Peace*. New York.

König, J. / Ohr, R. (2012): Messung ökonomischer Integration in der Europäischen Union – Entwicklung eines EU-Integrationsindexes. *cege Discussion Paper*, 135, Universität Göttingen.

Krugman, P. R. (1991): *Geography and Trade*. London.

Lane, P. R. / Pels, B. (2012): Current Account Imbalances in Europe. *CEPR Discussion Paper*, 8958, London.

Menkhoff, L. / Sell, F. L. (1992): Überlegungen zu einem optimalen DM-Währungsraum. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 112, 379-400.

Mongelli, F. P. (2008): European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory. *European Commission Economic Papers*, 302.

Mongelli, F. P. / Wyplosz, C. (2008): The Euro at Ten – Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference: *Euro at Ten – Lessons and Challenges*, Frankfurt.

Mussler, W. / Streit, M. E. (1996): Integrationspolitische Strategien in der EU. In: Ohr, R., Hg.: *Europäische Integration*. Stuttgart u.a., 265-292.

Obstfeld, M. (1997): Europe's Gamble. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 241-317.

Ohr, R. (1993): Integration in einem nicht-optimalen Währungsraum. *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 38, 29-47.

Riese, H. (1986): Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie – Anmerkungen zu einem vernachlässigten Thema. In: *Ökonomie und Gesellschaft*, Jahrbuch 4: Entwicklungsländer und Weltmarkt. Frankfurt / New York, 157-196.

Schelkle, W. (2001): *Monetäre Integration – Bestandsaufnahme und Weiterentwicklung der neueren Theorie*. Heidelberg.

Schmitz, B. / Hagen, J. von (2009): Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area. *CEPR Discussion Paper*, 7262, London.

Spahn, P. (2011): Die Euro-Verschuldung der Nationalstaaten als Schwachstelle der EWU. *Wirtschaftsdienst*, 91, 531-536.

Spahn, P. (2012): David Hume und die Target-Salden. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 232, 482-487.

Tavlas, G. S. (1993): The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. *The World Economy*, 33, 663-685.

Tobin, J. (1975): Keynesian Models of Recession and Depression. *American Economic Review*, *Papers and Proceedings*, 65, 195-202.

Wagener, H.-J. u.a. (2006): *Europäische Integration – Recht und Ökonomie*, *Geschichte und Politik*. München.

Wyplosz, C. (2006): European Monetary Union – The Dark Sides of a Major Success. *Economic Policy*, 21, 46, 208-261.

FZID Discussion Papers

Competence Centers:

IK:	Innovation and Knowledge
ICT:	Information Systems and Communication Systems
CRFM:	Corporate Finance and Risk Management
HCM:	Health Care Management
CM:	Communication Management
MM:	Marketing Management
ECO:	Economics
SE:	Sustainability and Ethics

Download FZID Discussion Papers from our homepage: https://fzid.uni-hohenheim.de/71978.html

Nr.	Autor	Titel	CC
01-2009	Julian P. Christ	NEW ECONOMIC GEOGRAPHY RELOADED: Localized Knowledge Spillovers and the Geography of Innovation	IK
02-2009	André P. Slowak	MARKET FIELD STRUCTURE & DYNAMICS IN INDUSTRIAL AUTOMATION	IK
03-2009	Pier Paolo Saviotti and Andreas Pyka	GENERALIZED BARRIERS TO ENTRY AND ECONOMIC DEVELOPMENT	IK
04-2009	Uwe Focht, Andreas Richter, and Jörg Schiller	INTERMEDIATION AND MATCHING IN INSURANCE MARKETS	HCM
05-2009	Julian P. Christ and André P. Slowak	WHY BLU-RAY VS. HD-DVD IS NOT VHS VS. BETAMAX: THE CO-EVOLUTION OF STANDARD-SETTING CONSORTIA	IK
06-2009	Gabriel Felbermayr, Mario Larch, and Wolfgang Lechthaler	UNEMPLOYMENT IN AN INTERDEPENDENT WORLD	ECO
07-2009	Steffen Otterbach	MISMATCHES BETWEEN ACTUAL AND PREFERRED WORK TIME: Empirical Evidence of Hours Constraints in 21 Countries	HCM
08-2009	Sven Wydra	PRODUCTION AND EMPLOYMENT IMPACTS OF NEW TECHNOLOGIES – ANALYSIS FOR BIOTECHNOLOGY	IK
09-2009	Ralf Richter and Jochen Streb	CATCHING-UP AND FALLING BEHIND KNOWLEDGE SPILLOVER FROM AMERICAN TO GERMAN MACHINE TOOL MAKERS	IK

Nr.	Autor	Titel	CC
10-2010	Rahel Aichele and Gabriel Felbermayr	KYOTO AND THE CARBON CONTENT OF TRADE	ECO
11-2010	David E. Bloom and Alfonso Sousa-Poza	ECONOMIC CONSEQUENCES OF LOW FERTILITY IN EUROPE	HCM
12-2010	Michael Ahlheim and Oliver Frör	DRINKING AND PROTECTING – A MARKET APPROACH TO THE PRESERVATION OF CORK OAK LANDSCAPES	ECO
13-2010	Michael Ahlheim, Oliver Frör, Antonia Heinke, Nguyen Minh Duc, and Pham Van Dinh	LABOUR AS A UTILITY MEASURE IN CONTINGENT VALUATION STUDIES – HOW GOOD IS IT REALLY?	ECO
14-2010	Julian P. Christ	THE GEOGRAPHY AND CO-LOCATION OF EUROPEAN TECHNOLOGY-SPECIFIC CO-INVENTORSHIP NETWORKS	IK
15-2010	Harald Degner	WINDOWS OF TECHNOLOGICAL OPPORTUNITY DO TECHNOLOGICAL BOOMS INFLUENCE THE RELATIONSHIP BETWEEN FIRM SIZE AND INNOVATIVENESS?	IK
16-2010	Tobias A. Jopp	THE WELFARE STATE EVOLVES: GERMAN KNAPPSCHAFTEN, 1854-1923	HCM
17-2010	Stefan Kirn (Ed.)	PROCESS OF CHANGE IN ORGANISATIONS THROUGH eHEALTH	ICT
18-2010	Jörg Schiller	ÖKONOMISCHE ASPEKTE DER ENTLOHNUNG UND REGULIERUNG UNABHÄNGIGER VERSICHERUNGSVERMITTLER	HCM
19-2010	Frauke Lammers and Jörg Schiller	CONTRACT DESIGN AND INSURANCE FRAUD: AN EXPERIMENTAL INVESTIGATION	HCM
20-2010	Martyna Marczak and Thomas Beissinger	REAL WAGES AND THE BUSINESS CYCLE IN GERMANY	ECO
21-2010	Harald Degner and Jochen Streb	FOREIGN PATENTING IN GERMANY, 1877-1932	IK
22-2010	Heiko Stüber and Thomas Beissinger	DOES DOWNWARD NOMINAL WAGE RIGIDITY DAMPEN WAGE INCREASES?	ECO
23-2010	Mark Spoerer and Jochen Streb	GUNS AND BUTTER – BUT NO MARGARINE: THE IMPACT OF NAZI ECONOMIC POLICIES ON GERMAN FOOD CONSUMPTION, 1933-38	ECO

Nr.	Autor	Titel	CC
24-2011	Dhammika Dharmapala and Nadine Riedel	EARNINGS SHOCKS AND TAX-MOTIVATED INCOME-SHIFTING: EVIDENCE FROM EUROPEAN MULTINATIONALS	ECO
25-2011	Michael Schuele and Stefan Kirn	QUALITATIVES, RÄUMLICHES SCHLIEßEN ZUR KOLLISIONSERKENNUNG UND KOLLISIONSVERMEIDUNG AUTONOMER BDI-AGENTEN	ICT
26-2011	Marcus Müller, Guillaume Stern, Ansger Jacob and Stefan Kirn	VERHALTENSMODELLE FÜR SOFTWAREAGENTEN IM PUBLIC GOODS GAME	ICT
27-2011	Monnet Benoit Patrick Gbakoua and Alfonso Sousa-Poza	ENGEL CURVES, SPATIAL VARIATION IN PRICES AND DEMAND FOR COMMODITIES IN CÔTE D'IVOIRE	ECO
28-2011	Nadine Riedel and Hannah Schildberg-Hörisch	ASYMMETRIC OBLIGATIONS	ECO
29-2011	Nicole Waidlein	CAUSES OF PERSISTENT PRODUCTIVITY DIFFERENCES IN THE WEST GERMAN STATES IN THE PERIOD FROM 1950 TO 1990	IK
30-2011	Dominik Hartmann and Atilio Arata	MEASURING SOCIAL CAPITAL AND INNOVATION IN POOR AGRICULTURAL COMMUNITIES. THE CASE OF CHÁPARRA - PERU	IK
31-2011	Peter Spahn	DIE WÄHRUNGSKRISENUNION DIE EURO-VERSCHULDUNG DER NATIONALSTAATEN ALS SCHWACHSTELLE DER EWU	ECO
32-2011	Fabian Wahl	DIE ENTWICKLUNG DES LEBENSSTANDARDS IM DRITTEN REICH – EINE GLÜCKSÖKONOMISCHE PERSPEKTIVE	ECO
33-2011	Giorgio Triulzi, Ramon Scholz and Andreas Pyka	R&D AND KNOWLEDGE DYNAMICS IN UNIVERSITY-INDUSTRY RELATIONSHIPS IN BIOTECH AND PHARMACEUTICALS: AN AGENT-BASED MODEL	IK
34-2011	Claus D. Müller-Hengstenberg and Stefan Kirn	ANWENDUNG DES ÖFFENTLICHEN VERGABERECHTS AUF MODERNE IT SOFTWAREENTWICKLUNGSVERFAHREN	ICT
35-2011	Andreas Pyka	AVOIDING EVOLUTIONARY INEFFICIENCIES IN INNOVATION NETWORKS	IK
36-2011	David Bell, Steffen Otterbach and Alfonso Sousa-Poza	WORK HOURS CONSTRAINTS AND HEALTH	HCM
37-2011	Lukas Scheffknecht and Felix Geiger	A BEHAVIORAL MACROECONOMIC MODEL WITH ENDOGENOUS BOOM-BUST CYCLES AND LEVERAGE DYNAMICS	ECO
38-2011	Yin Krogmann and Ulrich Schwalbe	INTER-FIRM R&D NETWORKS IN THE GLOBAL PHARMACEUTICAL BIOTECHNOLOGY INDUSTRY DURING 1985–1998: A CONCEPTUAL AND EMPIRICAL ANALYSIS	IK

Nr.	Autor	Titel	CC
39-2011	Michael Ahlheim, Tobias Börger and Oliver Frör	RESPONDENT INCENTIVES IN CONTINGENT VALUATION: THE ROLE OF RECIPROCITY	ECO
40-2011	Tobias Börger	A DIRECT TEST OF SOCIALLY DESIRABLE RESPONDING IN CONTINGENT VALUATION INTERVIEWS	ECO
41-2011	Ralf Rukwid and Julian P. Christ	QUANTITATIVE CLUSTERIDENTIFIKATION AUF EBENE DER DEUTSCHEN STADT- UND LANDKREISE (1999-2008)	IK

Nr.	Autor	Titel	CC
42-2012	Benjamin Schön and Andreas Pyka	A TAXONOMY OF INNOVATION NETWORKS	IK
43-2012	Dirk Foremny and Nadine Riedel	BUSINESS TAXES AND THE ELECTORAL CYCLE	ECO
44-2012	Gisela Di Meglio, Andreas Pyka and Luis Rubalcaba	VARIETIES OF SERVICE ECONOMIES IN EUROPE	IK
45-2012	Ralf Rukwid and Julian P. Christ	INNOVATIONSPOTENTIALE IN BADEN-WÜRTTEMBERG: PRODUKTIONSCLUSTER IM BEREICH „METALL, ELEKTRO, IKT“ UND REGIONALE VERFÜGBARKEIT AKADEMISCHER FACHKRÄFTE IN DEN MINT-FÄCHERN	IK
46-2012	Julian P. Christ and Ralf Rukwid	INNOVATIONSPOTENTIALE IN BADEN-WÜRTTEMBERG: BRANCHENSPEZIFISCHE FORSCHUNGS- UND ENTWICKLUNGSAKTIVITÄT, REGIONALES PATENTAUFKOMMEN UND BESCHÄFTIGUNGSSTRUKTUR	IK
47-2012	Oliver Sauter	ASSESSING UNCERTAINTY IN EUROPE AND THE US - IS THERE A COMMON FACTOR?	ECO
48-2012	Dominik Hartmann	SEN MEETS SCHUMPETER. INTRODUCING STRUCTURAL AND DYNAMIC ELEMENTS INTO THE HUMAN CAPABILITY APPROACH	IK
49-2012	Harold Paredes-Frigolett and Andreas Pyka	DISTAL EMBEDDING AS A TECHNOLOGY INNOVATION NETWORK FORMATION STRATEGY	IK
50-2012	Martyna Marczak and Víctor Gómez	CYCLICALITY OF REAL WAGES IN THE USA AND GERMANY: NEW INSIGHTS FROM WAVELET ANALYSIS	ECO
51-2012	André P. Slowak	DIE DURCHSETZUNG VON SCHNITTSTELLEN IN DER STANDARDSETZUNG: FALLBEISPIEL LADESYSTEM ELEKTROMOBILITÄT	IK
52-2012	Fabian Wahl	WHY IT MATTERS WHAT PEOPLE THINK - BELIEFS, LEGAL ORIGINS AND THE DEEP ROOTS OF TRUST	ECO
53-2012	Dominik Hartmann und Micha Kaiser	STATISTISCHER ÜBERBLICK DER TÜRKISCHEN MIGRATION IN BADEN-WÜRTTEMBERG UND DEUTSCHLAND	IK
54-2012	Dominik Hartmann, Andreas Pyka, Seda Aydin, Lena Klauß, Fabian Stahl, Ali Santircioglu, Silvia Oberegelsbacher, Sheida Rashidi, Gaye Onan und Suna Erginkoç	IDENTIFIZIERUNG UND ANALYSE DEUTSCH-TÜRKISCHER INNOVATIONSNETZWERKE. ERSTE ERGEBNISSE DES TGIN-PROJEKTES	IK
55-2012	Michael Ahlheim, Tobias Börger and Oliver Frör	THE ECOLOGICAL PRICE OF GETTING RICH IN A GREEN DESERT: A CONTINGENT VALUATION STUDY IN RURAL SOUTHWEST CHINA	ECO

Nr.	Autor	Titel	CC
56-2012	Matthias Strifler Thomas Beissinger	FAIRNESS CONSIDERATIONS IN LABOR UNION WAGE SETTING – A THEORETICAL ANALYSIS	ECO
57-2012	Peter Spahn	INTEGRATION DURCH WÄHRUNGSUNION? DER FALL DER EURO-ZONE	ECO