

Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft
der Freien Universität Berlin

Volkswirtschaftliche Reihe

2007/16

**Reale Konvergenz
in der Europäischen Währungsunion**

Horst Tomann

In den zurückliegenden Jahren wurde von der OECD immer wieder die Sorge geäußert, der Europäischen Währungsunion fehle die Anpassungsfähigkeit, um Wachstumsunterschiede zwischen den beteiligten Volkswirtschaften zu bewältigen. Langfristig könne die Währungsunion nur bei einer „substanziellen Homogenität der Wirtschaftsstrukturen“ funktionieren (OECD 2005; ebenso 2006, 2007). Die Kritik an der Währungsunion erhält damit eine neue Qualität. Es ist nicht die (vermeintliche) Unfähigkeit, asymmetrische Schocks zu absorbieren, sondern das Unvermögen, die Zentrifugalkräfte, die durch divergierende Wachstumsraten ausgelöst werden, zu beherrschen. Sowohl die Europäische Zentralbank (2007) als auch die Europäische Kommission (2007) haben das Thema aufgegriffen und haben die nationalen Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung untersucht. Als Indikator einer Wachstumsdivergenz werden die jährlichen Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts der Mitgliedsländer verwendet. In der wissenschaftlichen Debatte zum Thema hat man die alte Unterscheidung zwischen dem Konjunkturzyklus und dem Wachstumstrend wiederbelebt (die durch die Theorie des realen Konjunkturzyklus obsolet geworden war). Jüngere Beiträge zum Thema sind in dem Sammelband von Mazzi und Savio (2007) enthalten sowie von Giannone und Reichlin (2006), Benalal et al. (2007) und Flaig und Wollmershäuser (2007) geleistet worden. Ein den Erwartungen entsprechendes Ergebnis liefern Benalal et al.: Die Streuung der Zuwachsraten des BIP hat sich mit Errichtung der Währungsunion nicht nennenswert verändert, aber die Komponentenerlegung zeigt eine zunehmende Synchronität der Konjunkturzyklen, während die Trendraten des Wirtschaftswachstums stärker divergieren als früher.

Was folgt aus dieser empirischen Evidenz für die Geldpolitik? Einmal ist zu klären, ob es einen ursächlichen Zusammenhang zwischen der beobachteten Wachstumsdivergenz und dem Währungsregime gibt. Zum anderen stellt sich die Frage, ob die Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik durch die Wachstumsdivergenz eingeschränkt werden und welche Optionen die Wirtschaftspolitik (noch) hat, gegen die Divergenz im Wirtschaftswachstum vorzugehen. Die OECD sieht hier allein die Möglichkeit von strukturellen Reformen, insbesondere am Arbeitsmarkt.

In diesem Beitrag versuche ich, eine andere These zu begründen¹⁾. Meine Vermutung ist, dass Flexibilisierung (des Arbeitsmarktes) als Lösungsmuster zu kurz greift, wenn es darum geht, die realen Effekte eines monetären Regimes zu therapieren. Ein Problem zeigt sich schon bei der Erklärung des empirischen Befundes. Eine angemessene Erklärung erfordert nämlich, die Dichotomie zwischen realwirtschaftlicher und monetärer Theorie zu beachten. Diese Dichotomie wird häufig vernachlässigt, was zu unangemessenen Erklärungen für monetäre Phänomene und falschen Schlussfolgerungen führen kann.

Zur Analyse der realen Effekte des monetären Regimes der Währungsunion nehme ich Bezug zum Konzept des monetären Gleichgewichts (Abschnitt 1). Mit diesem Konzept untersuche ich die Lohn- und Preisentwicklungen in der EWU und die Realzinsen in einer längerfristigen Perspektive (2 und 3). Die wirtschaftspolitischen Implikationen, die sich aus dieser Analyse ergeben, behandelt Abschnitt 4. Schließlich fasse ich meine Thesen in Abschnitt 5 zusammen.

1. Das Konzept des monetären Gleichgewichts

Welches Ausmaß an Wachstumsunterschieden zwischen den beteiligten Volkswirtschaften hält eine Währungsunion aus? Kommt es durch die Wachstumsdivergenzen zu monetären Ungleichgewichten, welche die gemeinsame Geldpolitik überfordern? Diese Frage stellt sich in einer längerfristigen Perspektive und sie betrifft das makroökonomische Gleichgewicht zwischen den Volkswirtschaften, d.h. aus der Sicht eines Landes sein externes Gleichgewicht. Das externe Gleichgewicht ist für ein Land mit eigener Währung ein wichtiges Ziel, weil es – auf lange Sicht – das Vertrauen in die Währung und damit die internationale Zahlungsfähigkeit (Solvenz) sichert. Wächst eine Volkswirtschaft rascher als andere und ist damit eine vergleichsweise hohe interne Absorption verbunden, so ergibt sich ein externes Ungleichgewicht: Das Land mit starkem Wirtschaftswachstum (und

1) Überarbeitete Fassung eines Vortrags, den ich am 9. September 2006 auf der neunten Konferenz der European Association for Comparative Economic Studies (EACES) an der Universität Brighton gehalten habe.

hoher interner Absorption) erzielt ein Defizit in seiner Leistungsbilanz mit den Partnerländern, während Länder mit schwachem Wirtschaftswachstum Überschüsse erwirtschaften. Das resultierende monetäre Ungleichgewicht erfordert auf längere Sicht eine Abwertung der Währung des Defizitlandes. Diese Konstellation lässt sich auch beobachten. So haben die USA – selbst bei flexiblen Wechselkursen – ein Defizit im Außenhandel mit Asien, in geringerem Maß auch mit Europa. Das hohe amerikanische Defizit in der Leistungsbilanz ist Ausdruck der hohen internen Absorption. Im Fall eines „normalen“ Landes würde man erwarten, dass die Währung abgewertet wird. Dem steht aber im Fall der USA entgegen, dass der US-Dollar im globalen Maßstab als Zahlungsmittel und Mittel der Wertaufbewahrung dient. In dieser Funktion genießt der Dollar Vertrauen mit der Folge, dass die Vereinigten Staaten ihre Defizite in eigener Währung finanzieren können.

Dieses Argument lässt sich auf die Währungsunion übertragen. Innerhalb einer Währungsunion gibt es auch kein nationales Solvenzproblem, so dass die Wirtschaftspolitik ein externes Ungleichgewicht gegenüber den anderen Mitgliedsländern vernachlässigen kann. Monetäre Ungleichgewichte, die sich als Folge der Wachstumsdivergenzen einstellen, wären unbeachtlich. Ein Leistungsbilanzsaldo zwischen Deutschland und Italien hat hinsichtlich seiner monetären Wirkungen keinen anderen Effekt als ein Saldo zwischen Bayern und Thüringen.

Betrachten wir die Dinge unter einem anderen Blickwinkel, um den Kern des Problems zu erfassen. Im Grunde geht es um die monetären Bedingungen für reale Konvergenz: Länder mit geringem Realeinkommen sollen rascher wachsen (können) als Länder mit hohem Realeinkommen. Unter diesem strategischen Aspekt sind Wachstumsdivergenzen in der Währungsunion unvermeidlich und erwünscht. Die Frage ist also eigentlich, ob die einheitliche Geldpolitik die erwünschte reale Konvergenz fördert oder behindert. Mit dieser Frage haben sich ausdrücklich die Europäische Zentralbank (2005), Issing (2005) Artis (2006), Bergheim und Walter (2007) sowie Lane (2006) beschäftigt.

Da es keine Solvenzbeschränkungen zwischen den Mitgliedern einer Währungsunion gibt, kann ein monetäres Ungleichgewicht – beispielsweise zwischen

Deutschland und Italien – auf Dauer bestehen. Ein Abbau des Ungleichgewichts setzt eine Art „Lohnflexibilität“ voraus, d.h. die Anpassung der Lohnniveaus beider Länder im Verhältnis zueinander und damit die Korrektur der terms of trade. Solange es jedoch nicht zu einer Korrektur der relativen Lohnniveaus kommt, weil die Tarifparteien am Arbeitsmarkt eine Politik der Lohnrigidität betreiben, spiegelt sich das monetäre Ungleichgewicht in kumulativ anwachsenden Kreditbeziehungen und/oder in Transferleistungen. Auf lange Sicht wird ein solches Ungleichgewicht durch Faktorwanderungen abgebaut, die das Gefälle in den Beschäftigungsmöglichkeiten eibebnen und die Lücke zwischen Realeinkommen und realer Absorption in den betroffenen Ländern schließen.

Eine Währungsunion stimuliert die Faktormobilität, insbesondere stimuliert sie Direktinvestitionen im Ausland. Die Währungsunion eröffnet die Möglichkeit, zusätzliche Investitionschancen wahrzunehmen ohne zusätzliche monetäre Risiken einzugehen. Das dürfte den Strukturwandel in der Währungsunion beschleunigen und das durchschnittliche Produktivitätswachstum erhöhen. Die Verminderung des Währungsrisikos wird auch die langfristigen Zinsen senken und das Investitionsvolumen vergrößern. Auf der anderen Seite der Bilanz müssen wir jedoch als Folge des beschleunigten Strukturwandels einen Anstieg der Arbeitslosigkeit verbuchen, die längere Zeit anhalten kann, aber schließlich mit steigendem Realeinkommen abgebaut werden dürfte.

Das folgende Beispiel beschreibt ein typisches Szenario der Effekte zunehmender Faktormobilität. Angenommen, zwei Länder mit unterschiedlicher Wirtschaftsstruktur und unterschiedlichem Niveau des Realeinkommens, Polen und Deutschland, bilden eine Währungsunion. Zu Beginn wird Polen als Ausdruck der hohen Güternachfrage ein externes Defizit haben: Die reale Absorption an Gütern (a) ist größer als das Realeinkommen (y). Das niedrige Lohnniveau Polens zieht Investoren an und Polen erfährt einen Nettozustrom an ausländischen Direktinvestitionen bis sich die Ertragsrate auf Investitionen in der Währungsunion angeglichen hat – ganz im Ricardianischen Sinne. Direktinvestitionen in Polen erhöhen die Produktivität und das Realeinkommen und induzieren einen Aufholprozess, der langfristig zur Konvergenz der Einkommensniveaus führt. Die monetäre Bedingung für die Vollendung dieses Prozesses der realen Konvergenz ist, dass die reale Absorption in Polen um weniger

wächst als das Realeinkommen. Unter dieser Bedingung erzielt Polen einen Überschuss in seiner Leistungsbilanz ($a < y$), der notwendig ist, um das ursprüngliche Defizit zu korrigieren. In unserem Zwei-Länder-Beispiel erfordert dies ein korrespondierendes Defizit in der Leistungsbilanz Deutschlands. Mit anderen Worten, der Prozess der realen Konvergenz führt zugleich zu einem Abbau des monetären Ungleichgewichts und erhält einen zusätzlichen Impuls, wenn die Reallöhne in Polen weniger steigen als das Produktivitätswachstum erlauben würde. Nicht der volle Zuwachs an Realeinkommen soll für zusätzliche reale Absorption verwendet werden – das ist die Bedingung. Dies bedeutet nun andererseits für Deutschland, dass die Wirtschaftspolitik ein Defizit in der Leistungsbilanz mit Polen in Kauf nimmt. Obwohl Deutschland aufgrund des beschleunigten Strukturwandels mit zunehmender Arbeitslosigkeit zu kämpfen haben mag, muss es die reale Absorption im Verhältnis zum Realeinkommen hoch halten, damit die reale Konvergenz in der Währungsunion gelingt.

Diese Schlussfolgerung scheint absurd zu sein. Ein oberflächlicher Beobachter würde zwar die Bedingung anerkennen, die Polen (die Peripherie) erfüllen muss, um den Aufholprozess zu vollenden. Aber er würde zögern, die Konsequenzen für Deutschland (das Zentrum) zu akzeptieren. Aber die Logik der makroökonomischen Saldenmechanik erlaubt keinen Ausweg. In der wirklichen Welt der Wirtschaftsbeziehungen zwischen vielen Ländern innerhalb und außerhalb einer Währungsunion scheint sich das Problem zu verflüchtigen, aber es existiert gleichwohl. Eine unangenehme Folge dieser Erkenntnis ist, dass ein ‚race to the bottom‘ im Zentrum, d.h. eine Politik der Lohnzurückhaltung zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit nicht nur den betroffenen Arbeitnehmern Opfer abverlangt sondern die Volkswirtschaft der Währungsunion im Ganzen schädigt. Die monetären Bedingungen für ein Aufholen der Peripherie sind in diesem Fall nicht erfüllt.

Ein Blick auf die Daten zeigt, dass die langfristige Produktivitätsentwicklung im Eurogebiet im internationalen Vergleich aufgeholt hat. In Tabelle 1 ist das Wachstum des Produktionspotentials abgebildet, das wesentlich durch die Investitionstätigkeit bestimmt wird und als Maß des langfristigen Produktivitätswachstums angesehen werden kann.

**Wachstum des Produktionspotentials im Eurogebiet
durchschnittliche jährliche Veränderung des BIP in Prozent,
1984 – 2006**

	1984-93	1994 - 2006
Austria	2.3	2.4
Belgium	2.1	2.1
Finland	2.1	2.5
France	1.9	2.2
Germany	1.1	1.5
Greece	1.5	3.3
Ireland	4.1	7.0
Italy	2.1	1.3
Luxembourg	. ^{a)}	. ^{a)}
Netherlands	2.5	2.5
Portugal	3.0	2.4
Spain	2.9	3.4
Euro area	1.1	2.1
<i>for comparison:</i>		
OECD	2.4	2.5
a) nicht verfügbar		
Quelle: OECD		

Es zeigt sich, dass das Eurogebiet während des letzten Jahrzehnts näher an den OECD-Durchschnitt im wirtschaftlichen Wachstum herankam. Auch haben innerhalb des Eurogebiets Länder mit niedrigem Einkommensniveau aufgeholt, indem sie überdurchschnittliche Wachstumsraten erzielten. Hinzu kommt, dass diese Länder (mit Ausnahme Portugals) ihre Wachstumsstärke im Vergleich zur vorangegangenen Dekade verbessert haben – im Vergleich zu einer Zeit also, als sie noch ein nationales monetäres Regime führten.

Was den Arbeitsmarkt betrifft, dürfte die Errichtung einer Währungsunion keinen direkten Effekt auf die Mobilität des Faktors Arbeit haben. Es gibt aber indirekte Wirkungen. Da sich der Strukturwandel durch die zunehmenden Direktinvestitionen beschleunigt, dürfte dies auch die Arbeitsmobilität stimulieren. Arbeitnehmer werden zwischen den Industrien, aber auch innerhalb der Industrien (im Falle vertikaler Direktinvestitionen, die den intra-industriellen Handel stimulieren) zu wandern haben. Es ist anzunehmen, dass damit auch zusätzliches Produktivitätspotential freigesetzt wird.

2. Lohn- und Preisanpassungen im Aufholprozess

Zwei weitere, spezifische Argumente können für die realen Konvergenzwirkungen einer Währungsunion ins Feld geführt werden. Das erste wurde kürzlich von Ronald McKinnon und Gunter Schnabl verwendet, um die Nützlichkeit eines monetären Ankers im Aufholprozess zu demonstrieren. McKinnon/Schnabl (2006) untersuchen die langfristige wirtschaftliche Entwicklung in Japan und China und die resultierenden externen Ungleichgewichte. Im Gegensatz zu einer weitverbreiteten Ansicht argumentieren sie, dass diese Ungleichgewichte im Kontext eines monetären Regimes mit glaubwürdig fixierten Wechselkursen weniger bedrohlich und besser zu bewältigen sind. Dieses Argument kann auf den Prozess der realen Konvergenz in einer Währungsunion angewandt werden – im Vergleich zu einem Regime mit anpassungsfähigen oder flexiblen Wechselkursen.

Das Argument bezieht sich auf das Wachstum der Reallöhne, das sich im Zuge eines Aufholprozesses ergibt, und auf die entsprechenden Anpassungen des Lohnniveaus und des Preisniveaus. In einer kleinen offenen Volkswirtschaft fungiert der private Sektor der handelbaren Güter als Lohnführer (das skandinavische Modell der Lohnpolitik). Lohnerhöhungen entsprechend dem Produktivitätswachstum in diesem Sektor (und einem Inflationsziel) breiten sich in der Volkswirtschaft aus und werden auch in Sektoren mit geringerem Produktivitätswachstum ausgehandelt. Der resultierende Inflationsdruck (entsprechend dem bekannten Balassa-Samuelson-Effekt) vermindert den Reallohnzuwachs zum Teil, aber beeinträchtigt die Wettbewerbsposition des Sektors der handelbaren Güter nicht. Folglich ist das Potential für langfristiges Produktivitätswachstum und das Aufholen der Reallöhne nicht gefährdet. Die These ist, dass dieser Prozess der Anpassung der Reallöhne, obwohl er mit divergierenden Inflationsraten einhergeht, in einer Währungsunion erleichtert wird. Das Argument beruht auf zwei Annahmen. Erstens wird der Aufholprozess in einer Währungsunion nicht die Erwartung induzieren, dass die Währung aufgewertet wird (wie es bei einer nationalen Währung der Fall wäre). Das bedeutet, dass es nicht über eine Aufwertungserwartung zu einer Dämpfung der Lohnsteigerungen im Sektor für handelbare Güter kommt. Zweitens werden andererseits die Lohnforderungen der Gewerkschaften in einer Währungsunion beschränkt, weil auch eine nachträgliche Korrektur überhöhter Lohnabschlüsse durch eine Abwertung der (nationalen) Währung nicht möglich ist. Somit bietet die Währungsunion als ein monetäres Regime glaubwürdig fixierter Wechselkurse in der Diktion von McKinnon/Schnabl ‚a welfare-enhancing environment for wage adjustment during the economic catch-up process‘ (S. 293).

Betrachten wir die Daten, so zeigt sich, dass die Inflationsdifferenzen in der Europäischen Währungsunion im Vergleich zum vorangegangenen monetären Regime substantiell kleiner geworden sind – und ebenso die Unterschiede in der Entwicklung der nationalen Lohnniveaus (Tabellen 2 und 3).

Inflationsdifferenzen im Eurogebiet
durchschnittliche jährliche Veränderung der Verbraucherpreise,
1978 – 2006

	1978-88 ^{a)}	1996 – 2006 ^{b)}
Austria	3.9	1.6
Belgium	5.0	1.8
Finland	7.9	1.5
France	8.0	1.6
Germany	3.0 ^{c)}	1.4
Greece	18.8	3.6
Ireland	9.9	3.1
Italy	12.1	2.3
Luxembourg	.	2.4
Netherlands	3.2	2.4
Portugal	18.8	2.8
Spain	11.4	2.9
Euro area	7.9	1.9

a) Nationale Indizes der Verbraucherpreise

b) HIVP

c) Westdeutschland

Quellen: OECD; Sachverständigenrat

**Lohnentwicklung im Eurogebiet
durchschnittliche jährliche Veränderung der Verdienste je
Beschäftigten in der Privatwirtschaft, Prozent
1978 – 2006**

	1978-88	1996 - 2006
Austria	5.5	2.2
Belgium	6.2	2.5
Finland	10.5	3.4
France	9.3	2.4
Germany	4.0	1.0
Greece	18.9	6.3
Ireland	11.9	4.8
Italy	13.4	2.4
Luxembourg	.	.
Netherlands	2.9	3.2
Portugal	18.2	4.1
Spain	12.9	2.9
Euro area	8.6	1.7

Quelle: OECD

Der Einfluss der Europäischen Währungsunion auf das Reallohnwachstum scheint dagegen weniger klar zu sein (Tabelle 4). Zwar haben die Länder mit niedrigem Einkommensniveau ihre relative Reallohnposition in der EWU im vergangenen Jahrzehnt verbessert. Das überdurchschnittliche Reallohnwachstum dieser Länder zeigt reale Konvergenz an, wenn sich diese auch langsam vollzieht. Aber nur in zwei Ländern hat sich das Reallohnwachstum nach dem Eintritt in die EWU substantiell beschleunigt. Das sind Griechenland und Portugal – beides Länder, die in der Vergangenheit mit hoher Inflation zu kämpfen hatten. Sie stellen den Modellfall dar, mit dem sich die McKinnon/Schnabl-Hypothese stützen lässt. Dieses Ergebnis ist auch insofern bemerkenswert, als das Zurückbleiben Griechenlands und Portugals bis zur Mitte der neunziger Jahre durch konventionelle Studien der β -Konvergenz auf der Grundlage neoklassischer Annahmen nicht erklärt werden konnte (vgl. Sala-i-Martin 2003). Oft genug wurden diese Länder als Ausnahmen betrachtet und bei solchen Analysen ausgeschlossen.

Reallohnwachstum¹⁾ im Eurogebiet
Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent,
1978 – 2006

	1978-88	1996 – 2006
Austria	1.5	0.6
Belgium	1.1	0.7
Finland	2.4	1.9
France	1.2	0.8
Germany	1.0	- 0.4
Greece	0.1	2.6
Ireland	1.8	1.6
Italy	1.2	0.1
Luxembourg	.	.
Netherlands	- 0.3	0.8
Portugal	- 0.5	1.3
Spain	1.3	0.0
Euro area	0.6	- 0.2

1) Verdienste je Beschäftigten in der Privatwirtschaft, deflationiert mit den Verbraucherpreisindizes; Quellen: siehe Tabellen 1 und 2

Es bleibt die Frage, ob die noch bestehenden Inflationsunterschiede in der EWU das Produktivitätswachstum und die reale Konvergenz beeinträchtigen. Die Inflationsdifferenzen entsprechen weitgehend den Unterschieden in der Entwicklung der Lohnstückkosten. Tabelle 5 vergleicht die Entwicklung der Lohnstückkosten in der Industrie und in der Privatwirtschaft insgesamt. Die Daten sind mit der Hypothese vereinbar, dass die Inflationsraten während des Aufholprozesses entsprechend dem Balassa-Samuelson-Effekt zunehmen. Länder mit niedrigem Einkommensniveau haben die höchsten Steigerungsraten der Lohnstückkosten im privaten Sektor aufzuweisen. Zugleich zeigt sich aber, dass die Lohnstückkosten in der Industrie dieser Länder weitaus weniger steigen oder sogar fallen. Das belegt die These, dass die hohe Inflation während des Aufholprozesses eine Änderung der relativen Preise signalisiert. Die Wettbewerbsposition des Sektors für handelbare Güter – für den die Industrie steht – wird durch diesen Wandel offensichtlich nicht berührt. Der spektakuläre Fall in diesem Zusammenhang ist Irland, wo eine Einkommenspolitik der relativen Lohnbeschränkung vermutlich wesentlich zu den außergewöhnlich hohen Raten des langfristigen Wachstums beigetragen hat. Im Ganzen zeigen die Daten keine zunehmenden Asymmetrien in der Währungsunion.

**Entwicklung der Lohnstückkosten im Eurogebiet
1995 = 100**

	Industrie 2003	Privatwirtschaft 2006
Austria	74.2	101.7
Belgium	94.3	111.7
Finland	90.6	111.7
France	85.4	111.0
Germany	97.9	99.6
Greece	107.9	141.3
Ireland	76.8	112.0
Italy	135.6	127.2
Luxembourg	92.9	119.7
Netherlands	106.9	124.4
Portugal	106.2	140.3
Spain	116.8	132.7
Euro area		110.0

Quelle: OECD

3. Realzins und Wachstumsdivergenz

Eine der aufregendsten Beobachtungen während der Vorbereitung auf den Euro war die Konvergenz der langfristigen Zinsen im Eurogebiet. Nicht nur die Zinssätze am Geldmarkt, die die Zentralbank leicht kontrollieren kann, fielen. Sondern auch die Streuung der Zinssätze für langfristige Schuldverschreibungen des Staates und der Sätze am Kapitalmarkt für private Schuldtitel hat sich substantiell verringert – bei im Ganzen verringertem Zinsniveau. Diese Konvergenz der langfristigen Zinsen und die Bewegung zum unteren Ende des Bandes signalisiert eine Stabilisierung der Inflationserwartungen im gesamten Eurogebiet, die das primäre Ziel der Europäischen Zentralbank, das Preisniveau auf mittlere Sicht zu stabilisieren, eindrucksvoll bestätigt. Auch dieser Zinseffekt hat die reale Konvergenz im Eurogebiet stimuliert. Dennoch gab es Kritik, dass eine einheitliche Geldpolitik des ‚one-size-fits-all‘ keine Handhabe gegen nationale Inflationsdifferenzen biete mit der Folge einer Divergenz der ‚Realzinsen‘. Diese Divergenz habe unerwünschte Effekte auf das wirtschaftliche Wachstum und beeinträchtigt letztlich die reale Konvergenz im Eurogebiet.

Angenommen, die beobachteten Inflationsdifferenzen (Tab. 2) stehen für unerwartete Inflation. Dann mag das Argument gelten. Im vergangenen Jahrzehnt war die Inflation in den Niedrig-Einkommens-Ländern überdurchschnittlich hoch und der auf dieser Grundlage kalkulierte ‚Realzins‘ entsprechend niedrig (Tabelle 6). Nach Angeloni und Ehrmann (2004) stimuliert ein relativ niedriger Realzins die interne Absorption und die Inflation. Obwohl beide Autoren diesen Prozess als vorübergehend beurteilen, kann er durchaus ein selbstverstärkendes Moment erhalten. Unerwartete Inflation nützt den Schuldner, Unternehmen und privaten Haushalten, die den Eindruck gewinnen können, dass ihr Netto-Vermögen sich verbessert, und entsprechend ihre Investition bzw. den Konsum erhöhen. Gegen diese These argumentieren die Europäische Zentralbank (2005) und Otmar Issing (2005), dass der stimulierende Effekt eines niedrigen Realzinses durch einen Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit kompensiert würde, der sich aus der realen effektiven Aufwertung ergibt, die durch die höhere Inflation bedingt ist. Würde also eine höhere Inflation im Zuge des Aufholprozesses nur in zwei entgegen gesetzten

Effekten enden, die sich gegenseitig neutralisieren? Diese Schlussfolgerung scheint mir voreilig zu sein. Wir dürfen die makroökonomische Saldenmechanik, die sich hinter dem Balassa-Samuelson-Effekt verbirgt, nicht falsch interpretieren. Zwei Einwände sind zu beachten, wenn das Realzins-Argument Gültigkeit haben soll. Der erste Einwand betrifft den Preisindex, der bei der Berechnung von realen Wechselkursen Verwendung findet. Tatsächlich verwendet die EZB in ihrer Analyse Verbraucherpreise, um die Änderungen der Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich zu berechnen (a.a.O., chart 2). Stattdessen wären Produzentenpreise der richtige Indikator gewesen, genauer Produzentenpreise im Sektor der handelbaren Güter. Als einen Indikator, der die Entwicklung der Produzentenpreise annähernd abbildet, zeigt Tab. 5 die relativen Lohnstückkosten in der Industrie (welche die handelbaren Güter repräsentiert) und in der Privatwirtschaft im Ganzen. Beide Indikatoren verändern sich im Eurogebiet unterschiedlich. Während die Unterschiede in der Entwicklung der Lohnstückkosten in der Privatwirtschaft weitgehend den Inflationsdifferenzen entsprechen, folgen die Lohnstückkosten der Industrie einem ganz anderen Muster. Nach diesem Indikator hat unter den Ländern mit niedrigen ‚Realzinsen‘ – Irland, Spanien, Portugal, Griechenland – Irland seine internationale Wettbewerbsposition verbessert (im Gegensatz zu dem Ergebnis der EZB-Analyse), während alle anderen mehr oder weniger verloren haben (vgl. auch Tab. 7).

Der zweite Einwand ist grundsätzlicher Natur und betrifft das Investitionsverhalten. Der ‚Realzins‘ als Determinante der Investitionstätigkeit hat zwei Komponenten, einerseits den Zinssatz als Ausdruck der Opportunitätskosten der Kreditaufnahme, andererseits die erwarteten Preissteigerungen als ein Bestimmungsgrund der Ertragserwartung einer Investition. Für Unternehmen und Investoren, die im internationalen Wettbewerb stehen, sind auch aus diesem Grund Inflationsdifferenzen, die sich aus dem Balassa-Samuelson-Effekt ergeben, unbeachtlich. Wiederum gilt, dass solche Inflationsdifferenzen Ausdruck einer Veränderung der relativen Preise im Aufholprozess und damit Ausdruck der realen Konvergenz sind. Diese Einwände rücken die Nützlichkeit der Kalkulation von ‚Realzinsen‘ in ein zweifelhaftes Licht. Offensichtlich kann dieser Indikator nicht viel über das Investitionsverhalten im kompetitiven Sektor einer Volkswirtschaft und die Folgen für das wirtschaftliche Wachstum aussagen.

Langfristige Zinsen im Eurogebiet
Durchschnitt der jährlichen Zinssätze in Prozent,
1997-2006

	Nominale Zinssätze ¹⁾	Reale Zinssätze Deflationiert mit Verbraucher- preisindizes
Austria	4.7	3.1
Belgium	4.7	2.8
Finland	4.7	3.2
France	4.6	3.0
Germany	4.6	3.1
Greece	6.0	2.3
Ireland	4.8	1.6
Italy	5.0	2.6
Luxembourg	4.3	1.9
Netherlands	4.6	2.2
Portugal	4.9	2.0
Spain	4.8	1.8
Euro area	4.7	2.8

1) Zinsen auf 10-jährige Staatsschuldverschreibungen

Quelle: OECD

4. Implikationen für die Wirtschaftspolitik

Der Prozess der realen Konvergenz, der bis heute in der Europäischen Währungsunion beobachtet wird, ist von der Akkumulation externer Ungleichgewichte im Außenhandel der Mitgliedstaaten begleitet worden, die in US-Dollar gerechnet für nahezu alle Länder wesentlich höher waren als in einem vergleichbaren Zeitraum vor Einführung der Währungsunion (1988-96, vgl. Tab. 7 und 8). Die regionale Struktur der externen Ungleichgewichte aber zeigt, dass die relative Position der Länder bemerkenswert stabil blieb. Auffallend ist vor allem, dass der Handelsbilanz-Überschuss Deutschlands relativ stark gewachsen ist, während Spanien seine Defizite relativ stark vergrößert hat (Tab. 7). Die Ungleichgewichte im Außenhandel sind das kombinierte Ergebnis von Preiseffekten und Einkommenseffekten. Diese Effekte können ein monetäres Ungleichgewicht signalisieren, das in einer Währungsunion Implikationen für die Wirtschaftspolitik zur Folge hat.

**Akkumulierte Salden der Handelsbilanzen
der Länder im Eurogebiet
Mrd. \$, 1988 - 2006**

	1988-1996	1998 – 2006
Austria	0.3	79.8
Belgium	67.0	92.6
Finland	21.8	86.7
France	19.2	91.4
Germany	229.3	695.0
Greece	-66.5	- 119.0
Ireland	39.2	182.2
Italy	171.6	107.9
Luxembourg	23.3	51.3
Netherlands	154.0	317.4
Portugal	- 55.4	- 115.4
Spain	- 67.0	- 254.7
Euro area	537.0	1215.1

Quelle: OECD

**Akkumulierte Salden der Leistungsbilanzen
der Länder im Eurogebiet
Mrd. \$, 1988 - 2006**

	1988-1996	1998 – 2006
Austria	- 15.8	- 10.3
Belgium ¹⁾	89.9	92.5
Finland	- 16.9	69.3
France	28.9	37.9
Germany	17.4	342.9
Greece	- 30.3	- 103.5
Ireland	6.8	- 8.8
Italy	- 4.6	- 85.9
Luxembourg	.	.
Netherlands	116.6	243.0
Portugal	- 8.4	- 103.9
Spain	- 90.6	- 371.5
Euro area	97.9	289.9

1) Bis 1994 einschl. Luxemburg

Quelle: OECD

Die monetären Implikationen von Veränderungen der (akkumulierten) Handelsbilanzsalden werden in der Leistungsbilanz sichtbar (Tab. 8). Ein Land, das Leistungsbilanzüberschüsse akkumuliert, erzielt damit bekanntlich eine Gläubigerposition auf den internationalen Finanzmärkten. Entsprechend führen Leistungsbilanzdefizite ein Land in eine Schuldnerposition. Zusammen mit dem Bestand an Direktinvestitionen zeigt der Leistungsbilanzsaldo auch den Liquiditätsstatus eines Landes an (McKinnon/Schnabl, 2006). Diese Ungleichgewichte werden in einer Währungsunion abgedeckt. Man kann sagen, dass sowohl Deutschland als auch Spanien von der Währungsunion profitiert haben: Deutschland, weil es eine Aufwertungserwartung und den damit verbundenen Deflationsdruck vermeiden konnte, der seine Währung in einem Regime mit nationalen Währungen ausgesetzt worden wäre; Spanien, andererseits, hätte in einem solchen Regime seine Währung unvermeidlich abwerten und eine wieder aufflammende Inflation bekämpfen müssen.

Tatsächlich hat das Eurogebiet als Ganzes eine substantielle Aufwertung seiner Währung gegenüber dem Dollar erfahren. Seit seiner Einführung hat der Euro gegenüber dem Dollar etwa 15% an Wert gewonnen. Dieser Preiseffekt muss bei der Interpretation der Dollarbeträge in den Tabellen 7 und 8 beachtet werden. Was Deutschland betrifft, das Haupt-Exportland gegenüber Drittländern, so hat die Aufwertung des Euro seinen Handelsbilanzüberschuss nicht vermindert. Im Gegenteil, wie McKinnon und Schnabl vermuten würden, hat sich der Handelsbilanzüberschuss vergrößert und die deutsche Volkswirtschaft ging durch eine lang dauernde Rezession. In dieser Situation war es bei den wirtschaftspolitisch verantwortlichen Instanzen Deutschlands Konsens, dass eine nationale Strategie der Lohnzurückhaltung erforderlich sei, um die wirtschaftliche Stagnation und die hohe strukturelle Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. Die Lohnstückkosten in der Privatwirtschaft sind seit 2001 zurückgegangen mit dem Effekt, dass sogar das Reallohn-Niveau signifikant fiel (Tab. 4). Dieses Beispiel macht deutlich, dass die realen Wechselkurse in einer Währungsunion als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse betrachtet werden müssen. Die ökonomische Ratio hinter der lohnpolitischen Strategie Deutschlands war, ein export-geleitetes Wachstum zu

induzieren. Diese Strategie, die in der früheren Bundesrepublik immer die dominante Strategie der Wirtschaftspolitik war, setzt am realen Wechselkurs an. In einem Land mit nationaler Währung kann die Wirtschaftspolitik den realen Wechselkurs kontrollieren, sei es durch Anpassung des nominalen Wechselkurses, sei es, wie im Fall der Bundesrepublik, durch restriktive Geldpolitik. In einer Währungsunion ist ihr das nicht mehr gegeben. Jetzt lässt sich der reale Wechselkurs nur noch über das Lohnniveau steuern und liegt damit im wesentlichen in der Verantwortung der Tarifparteien am Arbeitsmarkt, unterstützt durch einkommenspolitische Maßnahmen der Regierung. Die Kontrolle des realen Wechselkurses über das Lohnniveau ist zwar sehr viel schwieriger zu erreichen als über nationale monetäre Maßnahmen. Der Effekt ist aber der gleiche. Auch in einer Währungsunion kann ein Land versuchen, die terms of trade durch nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen zu verändern, um sich im Außenhandel einen Startvorteil zu verschaffen.

Deutschland ist diesen Weg gegangen. Mit bemerkenswertem Erfolg haben die Sozialpartner eine Strategie der Lohnzurückhaltung praktiziert. Im Außenhandel mit dem Eurogebiet ergibt sich aus dem Rückgang der Lohnstückkosten für Deutschland eine kumulierte reale Abwertung von mehreren Prozentpunkten. Dennoch ist dies der falsche Weg zur Bekämpfung einer Wachstumsschwäche. Drei Gründe sprechen dagegen:

- (1) Eine Strategie der Lohnzurückhaltung kann den Reallohn im Verhältnis zur Produktivität senken und damit eine reale Abwertung erreichen, aber sie hat keine direkte Wirkung auf das Produktivitätswachstum.
- (2) Ihre indirekten Effekte sind eher wachstumsschädlich, denn ebenso wie eine Währungsabwertung schützt diese Strategie die heimische Wirtschaft vor dem internationalen Wettbewerbsdruck und dämpft die Anreize für Innovation und Wachstum.
- (3) Innerhalb einer Währungsunion ist eine nationale Strategie der Lohnzurückhaltung nichts anderes als eine Strategie des ‚beggar thy neighbour‘. Sie kann daher nur gelingen, wenn die Partnerländer bereit sind, die externen Defizite hinzunehmen, die sich daraus für sie ergeben. Dies ist

besonders fraglich, wenn die größte Volkswirtschaft in einer Währungsunion, in unserem Falle Deutschland, diese Strategie praktiziert. Wahrscheinlicher ist, dass es zu Nachahmungs-Strategien kommt, die das monetäre Gleichgewicht gefährden.

Aufgrund dieser nachteiligen Effekte muss vor allem die Wirtschaftspolitik eines großen Landes wie Deutschland in der Währungsunion die Kooperation suchen.

Die Alternative zur Wiederherstellung des monetären Gleichgewichts durch Lohnanpassungen ist die nationale Fiskalpolitik. Sie kann in einer Währungsunion als ein Mittel eingesetzt werden, einer Wachstumsschwäche gegenzusteuern, das nicht in erster Linie zu Lasten anderer Mitgliedstaaten wirkt. Im Gegenteil, die Fiskalpolitik eines großen Landes wie Deutschland kann eine Lokomotivfunktion in der Währungsunion übernehmen, indem sie die Investitionsfähigkeit stimuliert und damit die reale Absorption des Landes (relativ zum Realeinkommen) steigert. Die Möglichkeiten der Fiskalpolitik sind aber bekanntlich eng begrenzt, weil sie in der Währungsunion vornehmlich dem Ziel der Nachhaltigkeit öffentlicher Haushalte verpflichtet ist.

5. Schlussfolgerungen

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass unterschiedliche Produktivitätstrend in einer Währungsunion das monetäre Gleichgewicht beeinflussen, nicht aber ‚Zentrifugalkräfte‘ initiieren, welche die Währungsunion schließlich zerstören würden. Im Gegenteil, es sprechen gewichtige Argumente dafür, dass das monetäre Regime einer Währungsunion die reale Konvergenz fördert. Um diesen Punkt zu klären, müssen wir ein klares Konzept des monetären Gleichgewichts verwenden, das uns befähigt, die realen Wirkungen einer Währungsunion im Vergleich zu einem Regime mit anpassungsfähigen Wechselkursen korrekt zu bewerten. Folgende Schlussfolgerungen lassen sich auf diese Weise ziehen:

- Eine Währungsunion, die Geldwertstabilität glaubwürdig sichert, stimuliert die Faktormobilität und beschleunigt den Strukturwandel

- Ein monetärer Anker, wie er in einer Währungsunion gegeben ist, wirkt sich positiv auf das Wachstum der Reallöhne und damit auf die reale Konvergenz aus
- Hohe Inflationsraten während des Aufholprozesses in Ländern mit niedrigem Einkommen zeigen eine Änderung der relativen Preise an, aber führen nicht notwendig zu größeren Asymmetrien
- In einer Währungsunion ist es nicht schwieriger, eine Divergenz im langfristigen Produktivitätswachstum zu bekämpfen als in einem Währungsregime mit anpassungsfähigen Wechselkursen
- Unterschiedliche Realzinsen, die als Folge von Inflationsdifferenzen in der Währungsunion gemessen werden, sollten nicht als Wettbewerbshemmnis – und daher als Investitionshemmnis – bewertet werden; vor allem handelt es sich um ein Indikatorproblem.
- Reale Wechselkurse in einer Währungsunion sollten von der Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse angesehen werden.

Literatur

Angeloni, Ignazio and Michael Ehrmann (2004), Euro area inflation differentials, ECB Working Paper Series no. 388

Artis, M. (2006), What do we now know about currency unions?, Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 46 Issue 2, S. 243-255

Benalal, N., Diaz del Hoyo, J., Pierluigi, B. and Vidalis, N. (2006), Output Growth Differentials Across the Euro Area Countries, ECB Occasional Paper, No. 45

Bergheim, S. und Walter, N. (2007), Produktivität, Wachstum und Geldpolitik im Euroraum: Nimmt das Wachstumspotenzial schneller zu?, Deutsche Bank Research www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000205302.pdf
Stand: 17. Jan. 2007

Europäische Kommission (2007), The Reduced Volatility of Output Growth in the Euro Area, Quarterly report on the Euro Area, S.37-46

Europäische Zentralbank (EZB) (2005), Monetary Policy and Inflation Differential in a Heterogeneous Currency Area, Monthly Bulletin, May, pp. 61-77

Europäische Zentralbank (EZB) (2007), Output Growth Differentials in the Euro Area: Sources and Implications, Monthly Bulletin, April 2007, Frankfurt am Main, S. 73-86

Flaig, G. and Wollmershaeuser, T. (2007), Does the Euro-Zone Diverge? A Stress Indicator for Analysing Trends and Cycles in Real GDP and Inflation, CESifo Working Paper No.1937, München

Giannone, D. and Reichlin, L. (2006), Trends and Cycles in the Euro Area: How Much Heterogeneity we worry about it ? European Central Bank, Working Paper No. 595

Issing, Ottmar (2005), A Single Monetary Policy for a Heterogeneous Currency Area, Speech at the CEPR/ESI 9th annual conference "Structural reforms and economic growth in Europe", Frankfurt am Main, September

Lane, P. (2006), The Real Effects of European Monetary Union, Journal of Economic Perspectives 20, Nr. 4, S. 47-66

Mazzi, G. and Savio, G. (eds), (2007), Growth and cycle in the Eurozone, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan

McKinnon, Roland and Gunter Schnabl (2006), China's Exchange Rate and International Adjustment in Wages, Prices and Interest Rates: Japan Dèjà Vu?. CESifo Economic Studies, Vol. 52, No.2, pp. 276-303

OECD (2005), Economic Outlook, vol. 77, 1, June, Paris

OECD (2006), Economic Outlook, vol. 78, 1, June, Paris

OECD (2007), Economic surveys: Euro Area, S. 17- 48 und S.117 ff. Paris

Sala-i-Martin, Xavier (2003), Keynote speech: Convergence and divergence – theoretical underpinnings, in: Tumperell-Gugerell, G., Mooslechner, P. (eds) Economic Convergence and Divergence in Europe, Vienna

**Diskussionsbeiträge
des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft
der Freien Universität Berlin**

2007

- 2007/1 BESTER, Helmut / Daniel KRÄHMER
Delegation and Incentives
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/2 CORNEO, Giacomo / Olivier Jeanne
Symbolic Values, Occupational Choice, and Economic Development
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/3 NITSCH, Volker
State Visits and International Trade
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/4 EISEND, Martin
Methodische Grundlagen und Anwendungen der Generalisierbarkeitstheorie
in der betriebswirtschaftlichen Forschung
Betriebswirtschaftliche Reihe
- 2007/5 HAASE, Michaela (Hrsg.)
Kritische Reflexionen empirischer Forschungsmethodik
Betriebswirtschaftliche Reihe
- 2007/6 RENDTEL, Ulrich / Edin BASIC
Assessing the bias due to non-coverage of residential movers in the German
Microcensus Panel: An evaluation using data from the Socio-economic Panel
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/7 GHOSH, Amit / Ulrich RENDTEL
Unterrichten und Prüfen mit dem Statistiklabor: Ein Erfahrungsbericht
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/8 CORNEO, Giacomo / Christina M. FONG
What's the Monetary Value of Distributive Justice
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/9 HAASE, Michaela (Hrsg.)
Unternehmertum in der Wissensgesellschaft – Konzeption und Evaluation
des Weiterbildungsprojektes
Betriebswirtschaftliche Reihe
- 2007/10 PUSCHKE, Kerstin
Optimal Hierarchies with Diverse Decision-Makers
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/11 JOCHIMSEN, Beate
Determinants of service quality in bureaucracy : Parkinson's theory at work
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/12 SCHÖB, Ronnie
Soziale Grundsicherung und Beschäftigung
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/13 CORNEO, Giacomo / Olivier Jeanne
A Theory of Tolerance
Volkswirtschaftliche Reihe

- 2007/14 HEINEMEYER, Hans Christian
The Course of the Great Depression. A Consistent Business Cycle Dating Approach
Volkswirtschaftliche Reihe
- 2007/15 KEREKES, Monika
Analyzing Patterns of Economic Growth: A Production Frontier Approach
Volkswirtschaftliche Reihe