

Bernhard Felderer

Direktor

Institut für Höhere Studien



Österreich und die WWU

Die europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) war in den ersten zehn Jahren ihrer Existenz ein Erfolg. Gleichwohl waren die Jahre vor der Einführung des Euro 1999 begleitet von Kritik und Zweifel an der Realisierbarkeit dieses Projekts von Seiten akademischer Ökonomen. Besonders scharfe Kritiker waren liberale Ökonomen aus den USA. Allen voran Milton Friedman prophezeite den Zusammenbruch des europäischen Währungssystems. Auch in Deutschland gab es von einer Minderheit von Ökonomen scharfe Kritik an dem Plan, die Deutsche Mark zugunsten einer supranationalen Währung aufzugeben. Eine Gruppe von Professoren erhob sogar Klage vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht.

Die Argumentation, sofern sie ökonomisch geführt wurde, bezog sich auf eine Idee von Robert Mundell¹, nach der nur in optimalen Währungsräumen eine gemeinsame Währung eingeführt werden soll. Diese Idee hätte vorausgesetzt, dass viele ökonomische, insbesondere finanzpolitische, Variable vor Einführung einer gemeinsamen Währung, d.h. einer nicht mehr abänderbaren Fixierung der Wechselkursparitäten, homogenisiert hätten werden müssen. Die Kritiker sprachen davon, dass sonst das Pferd von hinten aufgezäumt wird.

Nun, an ein Pferd von hinten heranzugehen ist nicht ungefährlich. Aber genau diese Vorgehensweise ist von den Initiatoren der Europäischen Währungsunion gewählt worden. Dies geschah in der Zuversicht, dass eine notwendige Harmonisierung der Länder in der Europäischen Währungsunion folgen müsse und werde.

Die Kritikpunkte der liberalen, insbesondere amerikanischen, Ökonomen

waren unter anderem folgende: Der Wegfall der Anpassungsmöglichkeiten durch Wechselkursvariationen erfordert verstärkte Flexibilität anderer ökonomischer Variablen wie Preisniveau, Lohnniveau, Zinssätze etc. Da diese zusätzliche Flexibilität insbesondere bei Löhnen und Preisen in Europa nicht gegeben schien, wurde eine rasch zunehmende Arbeitslosigkeit in den Ländern prognostiziert, die bis dahin Arbeitskämpfe über erhöhte Preise mit nachfolgend erhöhter Geldmenge und anschließender Abwertung der Währung gelöst haben. Es wurde daher darüber spekuliert, dass neben Eintrittsvoraussetzungen auch Austrittsbedingungen festgelegt werden sollten, was aber der Vertrag von Maastricht nicht vorsah. Austritte sind in den Gesetzestexten bis heute nicht vorgesehen. Die Wirkungen wären für das austretende Land auch fatal, weil es eine neue Währung einführen müsste, die sofort zum Gegenstand von Spekulationen werden würde. Dies deshalb, weil ein Austritt nur von einem solchen Land gewagt würde, das die notwendige Anpassung von Löhnen und Preisen an den für das jeweilige Land vorgegebenen Wechselkurs nicht schaffen würde, und daher unter Arbeitslosigkeit zu leiden hätte. Es wäre für das austretende Land außerordentlich schwierig, das nötige Vertrauen in die eigene Währung aufzubauen, die ein wichtiger Bestandteil jeder Zentralbankpolitik sein muss.

Ein Aspekt im Vorfeld der Einführung des Euro war die Überlegung, dass der Globalisierungsdruck, d. h. der zunehmende globale Wettbewerb, an sich schon zu steigenden Anpassungsnotwendigkeiten von Löhnen und Preisen führen würde und daher eine gemeinsame Währung eine zusätzliche Anpassungsbürde bedeute.

¹ Mundell, R. 1961. *A Theory of Optimum Currency Areas*. In: *The American Economic Review* 51/4. 657–665.

Wenn wir auf die letzten 10 bis 20 Jahre zurückblicken, kann man feststellen, dass in Europa große institutionelle Veränderungen stattgefunden haben, die die Flexibilität von Löhnen und Preisen deutlich erhöht haben. Dazu gehören wichtige Liberalisierungsschritte in vielen Produkt- und Arbeitsmärkten. Von besonderem Interesse ist, dass kleine europäische Länder in diesen Reformbemühungen offensichtlich erfolgreicher waren, als die großen kontinentaleuropäischen Länder, bzw. insbesondere Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Dies hat sich vor allem in dem Faktum niedergeschlagen, dass die kleinen europä-



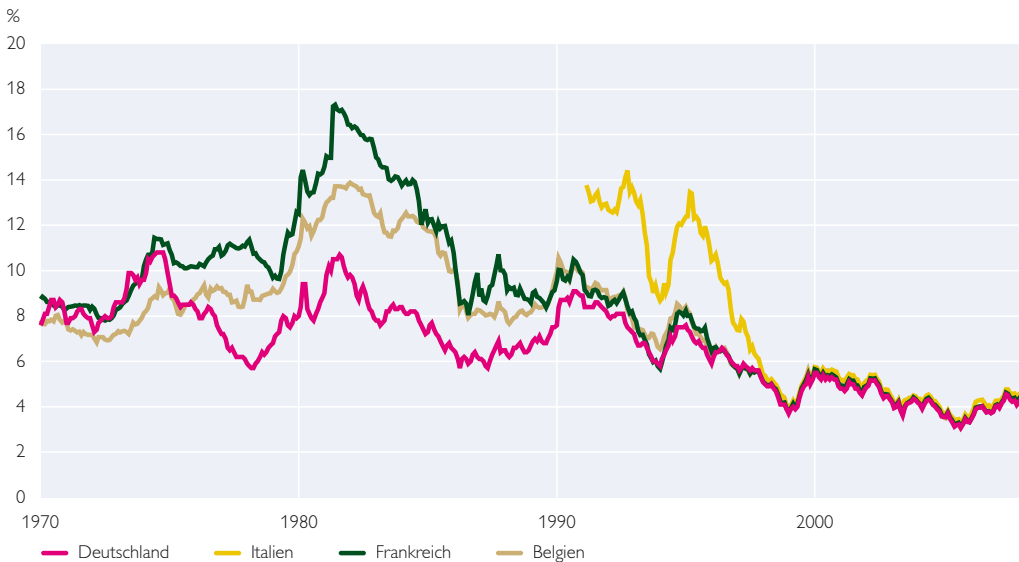
ischen Länder seit 1993 im Durchschnitt etwa einen halben Prozentpunkt rascher wachsen als die genannten großen europäischen Länder. Der Fortschritt in den institutionellen Reformen lässt sich auch im Detail nachvollziehen: alle kleinen Länder Europas haben mehr oder weniger einschneidende Pensionsreformen und, wo notwendig, auch Arbeitsmarktreformen durchgeführt, während die großen Länder diesbezüglich noch sehr säumig sind. Warum kleine Länder sich hier beweglicher gezeigt haben, lässt sich nur vermuten: Auffällig ist, dass die Beziehungen zwischen den Sozialpartnern in kleinen europäischen Ländern, die

häufig als korporatistisch, d.h. eher wettbewerbsfeindlich, beschrieben worden sind, intensiver als in den großen Ländern sind. Dieser Umstand trägt anscheinend zur Lösung der Anpassungsprobleme bei. In den großen Ländern gibt es schwächere Kontakte zwischen der Regierung und den Sozialpartnern: Unter den Gewerkschaften, auch wenn sie, wie in Deutschland, zu einer Einheitsgewerkschaft zusammengefasst sind, herrscht ein gewisser Wettbewerb, der das Lohnniveau eher nach oben treibt. Die Kontakte dieser Gewerkschaften zu den Arbeitgebern sind nicht regelmäßig und institutionalisiert wie das in kleinen Ländern der Fall ist. Man könnte diesbezüglich auch von einem Skandinavisch-Österreichischen Modell sprechen. Zu dieser Gruppe würde man auch die Niederlande hinzurechnen.

Ein wichtiger Kritikpunkt war, dass die einheitlichen Zinsen in einem großen Währungsraum, wie damals in Europa geplant, in Widerspruch zu den unterschiedlichen Konjunkturen der Mitgliedsländer der Europäischen Union stehen würden. Dabei wurde häufig auf die USA hingewiesen, die trotz eines einheitlichen Währungssystems und einheitlicher kurzfristiger Zinsen, häufig unterschiedliche Konjunkturen im Westen, Süden und Nordosten aufwies. Wünschenswert wäre vielmehr, dass sich die Zinssätze an die Konjunktursituation in jedem Mitgliedsland anpassen würden – eine Möglichkeit, die aus historischen Gründen für die USA ausscheidet. Auch hier zeigte sich wieder, dass das Europa der 1990er-Jahre von dem Modell eines optimalen Währungsraums sehr weit entfernt gewesen war, und daher von einer Realisierung einer europäischen Währungsunion abgeraten hätte werden müssen.

Grafik 1

Langfristige Zinsen



Quelle: OECD.

Die Entwicklung der Zinsen in der Europäischen Währungsunion zeigt nicht nur bei den kurzfristigen Zinsen die zu erwartende Konvergenz, sondern auch bei den langfristigen Zinsen, die nur wenig von den Zentralbanken beeinflussbar sind und sich auf den Märkten bilden.

Grafik 1 zeigt eindrucksvoll, dass die Weichwährungsländer, wie insbesondere Italien, vom Eintritt in die Währungsunion deutlich profitiert haben, weil ihre Ökonomien mit billigem Kapital versorgt werden konnten, ohne dass Hartwährungsländern wie Österreich oder Deutschland daraus ein Schaden entstand. Der Zinssatz in der Europäischen Union war also kein gewichteter Durchschnitt aller europäischen Zinssätze, sondern die Anpassung der Zinssätze erfolgte nach unten. Es scheint, dass die hohe Stabilitätsreputation der Deutschen Bundesbank auf die neugegründete Europäische Zentralbank übertragen werden konnte.

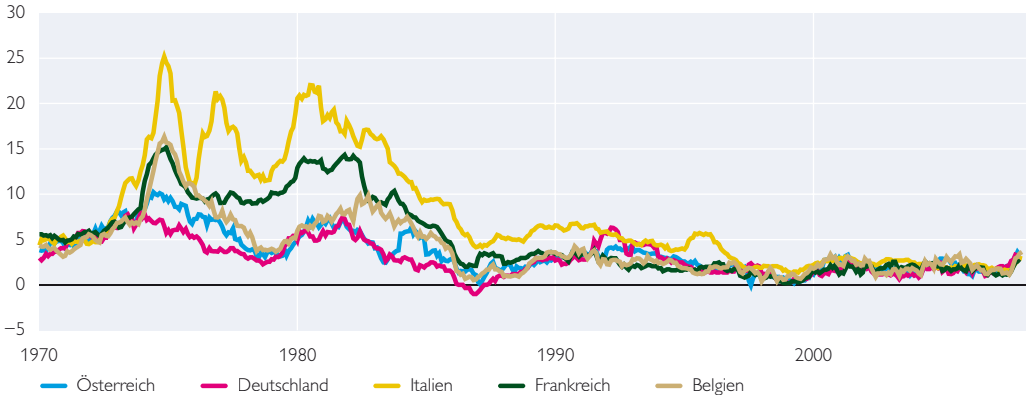
Auch der Preisniveauauftrieb in den Europäischen Ländern ist in eindrucksvoller Weise konvergiert. Dies scheint deshalb von Bedeutung, weil letztendlich erst dadurch der gemeinsame Markt vollendet werden konnte. Zwar gibt es immer noch Unterschiede in der Inflationsrate in den verschiedenen Teilen der Europäischen Währungsunion, sie halten sich allerdings innerhalb einer bestimmten Bandbreite und die Länder mit den höchsten Inflationsraten wechseln. Das Preisniveau kann auch in einzelnen Ländern für bestimmte Produkte dauerhaft höher liegen, wenn dort die Nachfrage schwächer auf Preisdifferenzen als in anderen Ländern reagiert, d.h. die Preiselastizität der Nachfrage geringer ist.

Nicht als unmittelbare Folge, aber doch im Zusammenhang mit der Europäischen Währungsunion ist die eindrucksvolle Änderung der Österreichischen Leistungsbilanz zu sehen. Sie hat sich von -3% des BIP auf fast $+5\%$ des BIP in knapp einem Jahrzehnt verändert. Auch die deutsche Leistungsbilanz

Grafik 2

Verbraucherpreise

Veränderung zum Vorjahr in %

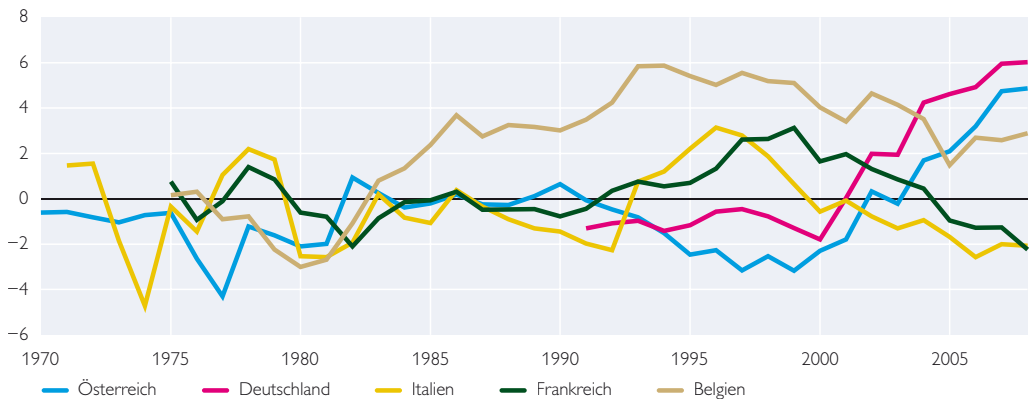


Quelle: OECD, IHS.

Grafik 3

Leistungsbilanz

in % des BIP



Quelle: OECD.

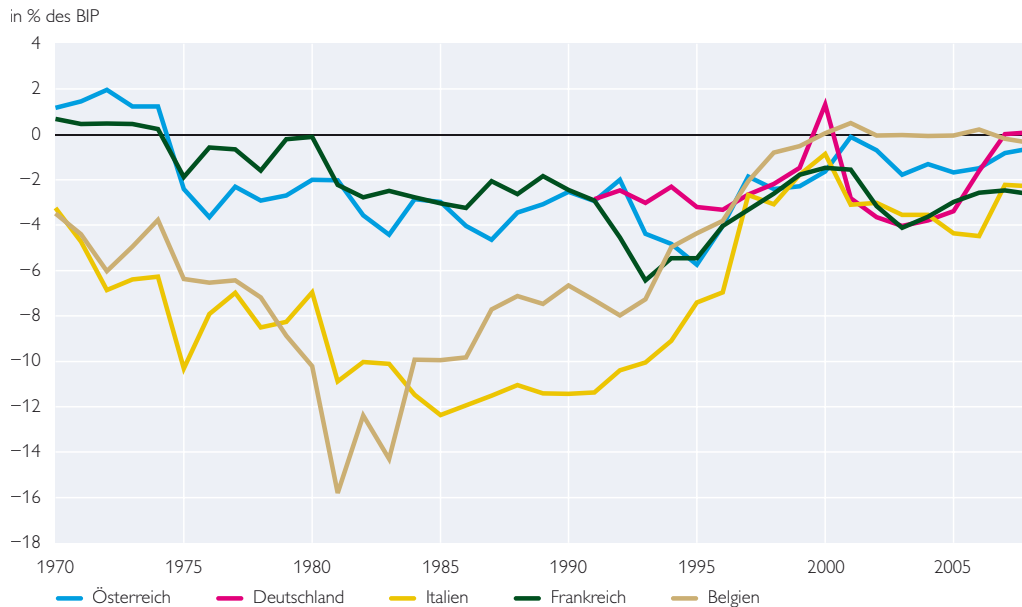
hat eine ähnliche Entwicklung durchgemacht. Die neuen Exportmärkte in Osteuropa und Asien und die hohe Planungssicherheit aufgrund der Währungsstabilität waren wichtige Voraussetzungen für diesen Erfolg.

Ich habe die Bedenken vieler Ökonomen erwähnt, ohne das Vorliegen eines optimalen Währungsraums eine Währungsunion einzuführen. Von den Initiatoren der Währungsunion wurde genau umgekehrt argumentiert, nämlich, dass einer gemeinsamen Währung notwendigerweise Harmonisierungs-

schritte folgen würden. Dass diese letztere, optimistischere Position richtig war, zeigt ein Blick auf die Netto neuverschuldung und die Staatsverschuldung. Die Netto neuverschuldung lag in einzelnen Ländern, wie z. B. Italien noch in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre jährlich zwischen 11% und 12% des BIP. Der Rückgang der Netto neuverschuldung in Italien – der als Konsequenz des Wunsches, der Europäischen Währungsunion beizutreten, gesehen werden muss – ist sehr eindrucksvoll. Im Jahr 2000 wurde ein

Grafik 4

Netto-Verschuldung



Quelle: OECD.

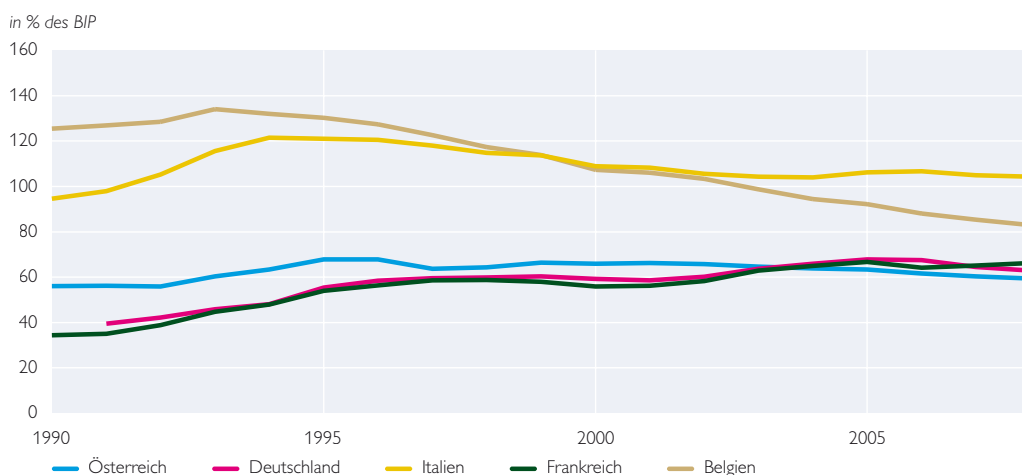
Defizit von weniger als 1% des BIP erreicht. Das Defizit Italiens hat zwar in den Jahren von 2001 bis 2006 wieder auf etwa 4% des BIP zugenommen, konnte aber 2007 und 2008 wieder deutlich reduziert werden. Einen ähnlichen Verlauf zeigt Belgien und selbst die wesentlich disziplinierteren Länder

wie Deutschland und Österreich zeigen einen deutlichen Einfluss der Währungsunion auf das finanzpolitische Verhalten.

Auch die Gesamtverschuldung der Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion hat sich deutlich an der vertragsmäßig festgelegten Grenze von 60%

Grafik 5

Staatsverschuldung nach Maastricht-Definition



Quelle: OECD.

des BIP orientiert: So lag die belgische Staatsverschuldung noch 1993 bei über 130% des BIP und 2008 nur mehr wenig über 80% des BIP. Auch Österreich, das seit 1993 über 60% des BIP verschuldet war, konnte die gesamtstaatliche Verschuldung 2007 wieder unter 60% des BIP bringen. Deutschland liegt nur mehr geringfügig über der 60%-Grenze. Italien hat hier das größte Problem die gesamtstaatliche Verschuldung unter 100% des BIP zu bringen.

Erhebliche Bedenken gab es auch bezüglich der Refinanzierungspolitik der Europäischen Zentralbank. Es wurde argumentiert, dass der Druck auf die Nationalstaaten, ihre Budgets in Ordnung zu halten, deutlich geringer wird, wenn die EZB Staatsanleihen von Staaten mit hoher Verschuldung und solchen mit geringer Verschuldung bei der Refinanzierung von Handelsbanken gleich behandelt. Die Banken können sich refinanzieren, indem sie Staatsanleihen als Sicherheit bei der EZB hinterlegen. Vor Beginn der Währungsu-

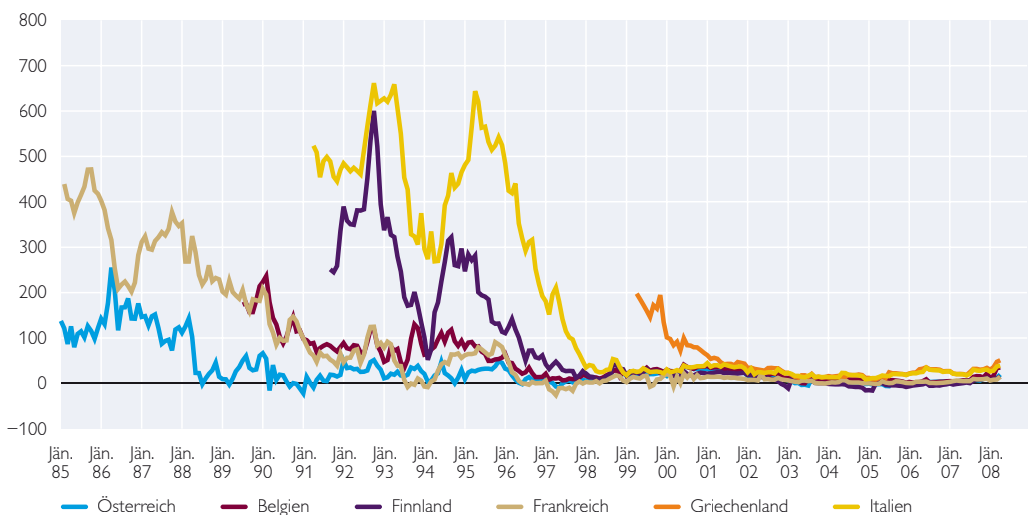
nion sind die Renditedifferenzen von 10-jährigen Staatsanleihen zwischen Deutschland als Benchmark und den anderen Europäischen Staaten größer gewesen, je größer die Verschuldung des jeweiligen Landes war. Grafik 6 zeigt, dass diese Differenzen durchaus mehrere Prozentpunkte betragen konnten. Nachdem die EZB in der Refinanzierung der Banken aber keinen Unterschied mehr zwischen den Staatsanleihen verschiedener europäischer Länder macht, sind die Renditeunterschiede zwischen Deutschland und den anderen Ländern sehr klein geworden. Viele Ökonomen haben das als Eliminierung des Marktes durch eine administrative Maßnahme und als eine Verminderung des Drucks der Märkte in Richtung Budgetdisziplin gesehen.

Grafik 7 zeigt einen Ausschnitt von Grafik 6 im Detail und zwar die Zeit nach Jänner 2006. Man sieht, dass es sehr wohl Unterschiede in den Spreads der einzelnen europäischen Länder gibt. Sie zeigt unter anderem, dass Finnland bis Mitte 2007 im Durchschnitt etwa

Grafik 6

Länder-Spreads 1: Differenz der Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen: Euroraum – Deutschland

Basispunkte

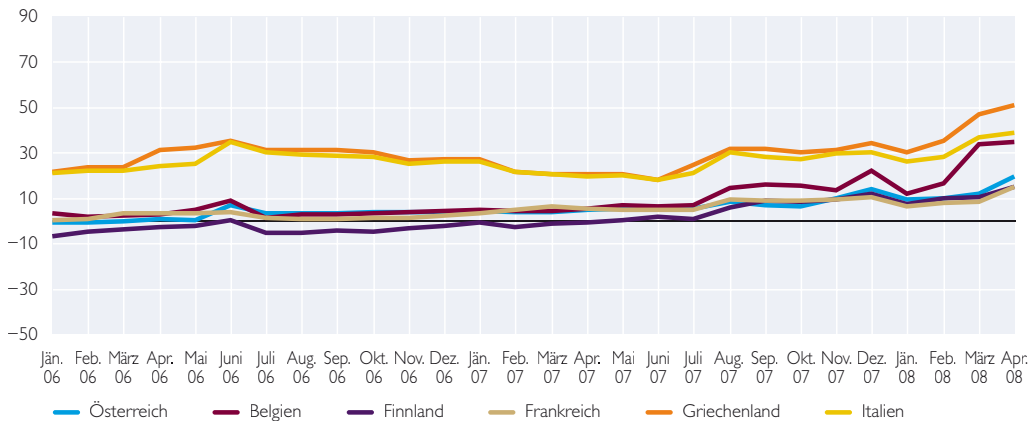


Quelle: Thomson Financial Datastream.

Grafik 7

Länder-Spreads 2: Differenz der Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen: Euroraum – Deutschland

Basispunkte



Quelle: Thomson Financial Datastream.

5 Basispunkte unter dem deutschen Benchmark gelegen ist. Sie zeigt aber auch, dass die Renditen für Anleihen Griechenlands oder Italiens, 20–30 Basispunkte über der deutschen Benchmark liegen und seit Beginn der Finanzkrise im August 2007 deutlich angestiegen sind. Ende April 2008 betrug der Unterschied zu Deutschland 50 bzw. 40 Basispunkte.

Diese Beobachtungen zeigen, dass die Märkte bei der Bewertung von Staatsanleihen – nachdem Wechselkursrisiken aufgrund der gemeinsamen Währung keine Rolle mehr spielen – nun insbesondere den Bonitätsunterschieden zwischen den einzelnen Schuldnerländern durch deutliche Preissignale Rechnung tragen. Inwieweit die Marktprognose, dass es, entgegen den Verträgen, doch zu einem „Bailout“, d. h. einer Hilfe für ein zahlungsunfähiges Mitgliedsland, kommen würde, eine

Rolle beim Ausmaß der Spreads spielt, ist schwer zu beurteilen. Die vorhandenen Spreads sind aber, im Hinblick auf die Höhe der Staatsverschuldungen, durchaus ein ausreichender Anreiz, um zu einer verantwortungsbewussten Finanzpolitik zurückzukehren.

Die angeführten Argumente sollten zeigen, dass die europäische Währungsunion vor ihrer Einführung von viel Kritik und Zweifeln begleitet war, aber doch in allen wesentlichen Punkten nach den ersten zehn Jahren als Erfolg angesehen werden muss. Der Erfolg der Anpassung an die wechselnden ökonomischen Herausforderungen, die sich dem System der Europäischen Zentralbanken stellen, wird als ständiger Prozess nur im Nachhinein beurteilt werden können. Zum heutigen Zeitpunkt können wir mit den Leistungen des Systems zufrieden sein.