

---

---

# Der Euro – Vergangenheit, Gegenwart, Zukunft

Ewald Nowotny

---

---

## Einleitung

Ich habe die Ehre und das Vergnügen, Günther Chaloupek seit Langem als Freund und Ökonomen zu kennen. Seine unbedingte Seriosität, Aufrichtigkeit und Geradlinigkeit haben mich stets beeindruckt, ebenso wie die Fundierung und die Vielzahl seiner Interessensgebiete, die weit über dem engen Bereich der Ökonomie auch Fragen der Geschichtsforschung und vielfältige kulturelle Interessen umspannen. Wohl gerade auf der Grundlage dieser breiten Wissens- und Interessensbasis hat sich Günther Chaloupek schon sehr früh mit Fragen der europäischen Integration und damit auch mit Fragen der Wirtschafts- und Währungsunion beschäftigt.

Daran anknüpfend möchte ich im folgenden Beitrag einige Überlegungen zu Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft des Euro präsentieren. Die Einführung des Euro war eine große logistische Herausforderung, die von den beteiligten Institutionen äußerst erfolgreich bewältigt wurde. Seit seinem Bestehen hat sich der Euro in einem oftmals widrigen wirtschaftlichen Umfeld bewährt und den Bewohnern des Euroraums wirtschaftliche Vorteile gebracht. Die vergangenen Jahre waren von der schweren Wirtschafts-, Finanz-, und Staatsschuldenkrise geprägt, die aber keinesfalls – wie gelegentlich behauptet – eine Krise des Euro ist. Die Überwindung der Krise und die Schaffung eines institutionellen und regulatorischen Rahmens, der Vorkehrungen trifft, dass sich ähnliche Entwicklungen nicht wiederholen, wird noch geraume Zeit in Anspruch nehmen. Auch wenn derzeit die Reaktion auf die jeweils aktuellen Probleme einen Gutteil unserer Aufmerksamkeit verlangt, darf darüber die langfristige Perspektive nicht vergessen werden. In diesem Zusammenhang ist es erforderlich Reformen durchzuführen, die sicherstellen, dass der Euro weiterhin ein erfolgreiches Projekt bleibt und die potentiellen Vorteile des Euro ausgeschöpft werden können.

Um diese Aspekte näher zu beleuchten, werde ich im nächsten Abschnitt auf die wirtschaftlichen Effekte des Euro im ersten Jahrzehnt seines Bestehens eingehen. Anschließend werden die geldpolitischen Maßnahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken zur Krisenbe-

wältigung dargestellt und evaluiert. Der darauffolgende Abschnitt präsentiert einige Überlegungen wie die Vorteile des Euro langfristig gesichert werden können.

### **Vergangenheit – Die ökonomischen Effekte des Euro**

Im Folgenden soll auf Grundlage der wissenschaftlichen Literatur ein Überblick über die ökonomischen Auswirkungen des Euro gegeben werden, wobei ich auf die Bereiche Preisstabilität, Außenhandel, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung eingehen werde. Aufgrund dieser Vorgangsweise ist einschränkend anzumerken, dass überwiegend nur die Effekte des Euro in der Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise behandelt werden können, da zu den Entwicklungen seit Beginn der Krise noch kaum wissenschaftliche Untersuchungen vorliegen. Dies liegt zum einen an der für die Erstellung derartiger Studien benötigten Zeit, zum anderen dürfte es aufgrund des volatilen Umfelds in den letzten Jahren noch schwieriger geworden sein die Effekte des Euro zu isolieren. Aber auch für die davor erstellten Studien gilt, dass die Einschätzung der Effekte des Euro mit einigen Schwierigkeiten behaftet ist, da die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum nicht alleine auf den Euro zurückgeführt werden kann und eine Einschätzung der Euro-Effekte nur im Rahmen eines adäquaten Alternativszenarios möglich ist.<sup>1</sup>

Gemäß den einschlägigen europäischen Verträgen ist die Gewährleistung von Preisstabilität das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken. Hierbei war das Eurosystem durchaus erfolgreich, so dass das Inflationsziel im Großen und Ganzen erreicht wurde und in den meisten Ländern des Euroraums seit der Einführung des Euro niedrige Inflationsraten zu beobachten waren.<sup>2, 3</sup> Dies ungeachtet der Tatsache, dass eine Vielzahl von Schocks (z. B. Tierseuchen, Ernteaufschläge, Anstieg des Erdölpreises und anderer Rohstoffpreise) auf die Inflationsrate zu beobachten war. In Österreich lag die durchschnittliche Inflationsrate von 1980 bis 1989 bei 3,8%, von 1990 bis 1998 bei 2,3% und von 1999 bis 2011 bei 1,9%, wobei allerdings zuletzt mit 3,6% eine relativ starke Preissteigerung zu beobachten war. Auch wenn es bis zum Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise einen weltweiten Trend zu niedrigen Inflationsraten gab und die Preisstabilität im Euroraum daher nicht alleine der EZB zugerechnet werden kann, muss berücksichtigt werden, dass einige Euroraumstaaten vor der Währungsunion regelmäßig hohe Inflationsraten zu verzeichnen hatten und es für die EZB als neu geschaffene Institution eine herausragende Leistung ist, sich die Reputation einer auf Preisstabilität bedachten Zentralbank geschaffen zu haben.<sup>4</sup>

Durch die Währungsunion wurden insbesondere positive Auswirkungen

auf den Außenhandel erwartet. Traditionelle Theorien gehen davon aus, dass eine Währungsunion aufgrund des Rückgangs der Transaktionskosten und der Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung zu einer Zunahme des Außenhandels führt. Eine alternative Erklärung bietet die New-Goods-Hypothese,<sup>5</sup> die auf die New Trade Literatur<sup>6</sup> zurückgeht. Diese Theorie erklärt die Zunahme des Außenhandels nicht in erster Linie durch eine Intensivierung bestehender Handelsströme, sondern durch die Ausweitung des Außenhandels auf zuvor nur lokal gehandelte Produkte. Ausgehend von der vielzitierten Studie von Rose (2000) wurde in den Anfangsjahren der Währungsunion eine Vielzahl von quantitativen Studien zu den Außenhandelseffekten des Euro durchgeführt. Ein Großteil dieser Studien wird von Baldwin (2006a, 2006b) methodisch und inhaltlich diskutiert. Basierend auf der von ihm erörterten Literatur geht Baldwin (2006a) von einem Außenhandelseffekt des Euro zwischen 5% und 15% aus, wobei er 9% als beste Schätzung bezeichnet. Eine weitere Metaanalyse von Rose und Stanley (2005) schätzt den Anstieg des Außenhandels je nach verwendeter Methode auf 8% bis 23%. Insgesamt kann also – trotz der unterschiedlichen Ergebnisse der Studien – von einem positiven Effekt des Euro auf den Außenhandel ausgegangen werden.

Obwohl ein zentrales Ziel der Wirtschaftspolitik, werden Fragen der Beschäftigung bzw. Arbeitslosigkeit bei geld- und währungspolitischen Analysen vielfach ausgeklammert – freilich nicht von Forschern der Arbeitskammer! Gerade bei einem so umfassenden Projekt wie der Währungsunion ist diese Ausblendung nicht gerechtfertigt – wobei freilich vielfältige strukturelle Einflüsse und regionale Entwicklungen speziell in Zeiten der Krise mit bedacht werden müssen. Hinsichtlich der Beschäftigtenquote ist seit der Einführung des Euro als Buchgeld im Jahr 1999 sowohl im Euroraum als auch in Österreich eine positive Entwicklung zu beobachten. Ausgehend von einer Quote von rund 69% (Euroraum: rund 61%) stieg die Beschäftigtenquote der 15- bis 64-Jährigen in Österreich bis zum dritten Quartal 2011 auf 73% (Euroraum rund 65%). Die Entwicklung über die Zeit war im Euroraum und in Österreich allerdings durchaus unterschiedlich. In Österreich war bis einschließlich 2004 ein leichter Rückgang der Beschäftigtenquote zu beobachten auf den ein starker Anstieg folgte, der durch die Krise gebremst wurde. Im Euroraum insgesamt stieg hingegen die Beschäftigtenquote bis zum Jahr 2008 und ging dann in Folge der Krise zurück. Die Entwicklung der Arbeitslosenquote<sup>7</sup> war insbesondere im Euroraum weniger erfreulich. Nachdem die Arbeitslosenquote in einer Zeit recht hohen Wirtschaftswachstums bis zum Jahr 2001 in Österreich auf 3,6% und im Euroraum auf 7,9% gesunken war, stieg sie in der darauffolgenden rezessiven Phase bis 2005 in Österreich auf 5,2% und im Euroraum auf 9,1%. Der anschließende Rückgang der Arbeitslosenquote kam durch die Finanz- und Wirtschaftskrise zu einem abrupten Ende. In Öster-

reich war im Jahr 2009 mit einer Arbeitslosigkeit von 4,8% der höchste Wert in der aktuellen Krise zu beobachten. Bis 2011 ging die Arbeitslosenquote wieder auf 4,1% zurück. Der relativ moderate Anstieg der Arbeitslosigkeit in Österreich und die Tatsache, dass die Arbeitslosenquote während der Krise immer unter dem Wert von 2005 lag, ist auf eine aktive Arbeitsmarktpolitik zurückzuführen. Die Arbeitslosenquote im gesamten Euroraum stieg hingegen bis zuletzt und lag 2011 bei 10,2%. Die Situation im Euroraum ist freilich äußerst heterogen. Während in den Niederlanden die Arbeitslosenquote mit 4,4% lediglich um 0,3 Prozentpunkte über dem österreichischen Wert lag, war in Spanien eine Arbeitslosenquote von beinahe 22% zu verzeichnen.

Der Euro kann sich nicht nur über Preisstabilität und eine Intensivierung des Außenhandels positiv auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung auswirken, sondern auch über weitere Kanäle:<sup>8</sup> Durch den Wegfall der Wechselkursschwankungen können sich die Kapitalkosten reduzieren, wodurch die Investitionen ansteigen und vermehrt ausländische Direktinvestitionen zufließen. Weiters kann die gestiegene Preistransparenz aufgrund der Verwendung eines einheitlichen Zahlungsmittels Wettbewerb und Effizienz erhöhen und die Effekte des Binnenmarkts verstärken. Zusätzlich dürfte die Währungsunion zur Integration der Finanzmärkte beigetragen haben,<sup>9</sup> was zu einer effizienteren Kapitalallokation führen sollte. Allerdings können angesichts der Krise die Effekte einer verstärkten Integration der Kapitalmärkte nicht uneingeschränkt positiv gesehen werden. Für den Euroraum insgesamt zeigen Barrell et al. (2008), dass die Teilnahme an der Währungsunion die Wirtschaftsleistung langfristig um rund 2% erhöht. Diesbezügliche Ergebnisse für Österreich finden sich in Breuss (2009) und Breuss (2010). Durch die Währungsunion ergibt sich ein jährlicher Anstieg des Wirtschaftswachstums um durchschnittlich 0,3 Prozentpunkte (Breuss, 2009) bzw. um 0,4 Prozentpunkte (Breuss, 2010), sowie die Schaffung von 10.000 neuen Arbeitsplätzen pro Jahr und ein Rückgang der Arbeitslosenquote um 0,3 Prozentpunkte.

### **Gegenwart – Der Beitrag des Eurosystems zur Krisenbewältigung**

Gegenwärtig leistet das Eurosystem einen wesentlichen Beitrag zur Eindämmung der Folgen der Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise. Die diesbezüglichen Maßnahmen wurden durch die im Euro begründete Zusammenarbeit der nationalen Zentralbanken und der EZB überhaupt erst möglich, da einzelne isolierte Notenbanken schon allein aufgrund des Umfangs dazu nicht in der Lage gewesen wären. Die geldpolitische Komponente des Beitrags des Eurosystems, auf die ich mich hier konzentriere-

ren möchte, umfasste sowohl eine Senkung des geldpolitischen Zinssatzes als auch speziell auf die Krise zugeschnittene Sondermaßnahmen.

Als Reaktion auf die Krise und den nach unten gerichteten Risiken für die Preisstabilität senkte die EZB die Zinssätze im Hauptrefinanzierungsgeschäft zwischen Oktober 2008 und Dezember 2011 um insgesamt 325 Basispunkte. Zur Erreichung der strategischen Ziele einer Notenbank ist die Kontrolle über den geldpolitischen Zinssatz aber nicht ausreichend, sondern es bedarf auch einer funktionierenden Transmission der geldpolitischen Impulse auf die Realwirtschaft. Der Transmissionsmechanismus war allerdings durch die Auswirkungen der Krise beeinträchtigt. Zu Beginn der Krise, im Sommer 2007, kam es am Geldmarkt aufgrund der äußerst volatilen Nachfrage der Banken nach Reserven zu starken Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze.<sup>10</sup> Durch den Bankrott von Lehman Brothers nahm die Unsicherheit über die Kreditwürdigkeit der Gegenparteien zu, weshalb sich die Krise am Geldmarkt verschärfte und der Interbankenhandel fast zum Erliegen kam. Dies führte zu einer Abkoppelung der Geldmarktzinsen von den Leitzinsen, weshalb die geldpolitische Transmission über den Zinskanal schon an ihrem Ausgangspunkt beeinträchtigt war. Weiters ging die Bereitschaft Liquidität am Interbankenmarkt zu verborgen zurück, weshalb die Banken versuchten die Unsicherheit über ihre Liquiditätslage zu reduzieren, indem sie sich zunehmend am Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit Liquidität versorgten. Da die EZB normalerweise nur auf die Liquidität im Bankensektor insgesamt achtet und der Ausgleich der Liquiditätserfordernisse der einzelnen Banken über den Interbankenmarkt erfolgt, ist das Funktionieren dieses Marktes eine wesentliche Voraussetzung für eine adäquate Liquiditätsversorgung der Banken. Die Staatschuldenkrise ließ Zweifel an der Werthaltigkeit der im Refinanzierungsprozess als Sicherheiten verwendeten Staatsanleihen aufkommen. Weiters war eine Segmentierung des Interbankenmarktes zu beobachten, da aufgrund des home bias der Banken bei Veranlagung in Staatsanleihen die Möglichkeit zur Teilnahme am Interbankenmarkt zunehmend durch die Kreditwürdigkeit des Herkunftslandes bestimmt wurde.<sup>11</sup> Der erschwerte Zugang der Banken zu Liquidität und Refinanzierung brachte die Gefahr einer Kreditklemme über den Bankkreditkanal mit sich. Weiters waren nicht erwünschte Auswirkungen auf die Kreditvergabe über den Bilanzkanal zu erwarten, da sich der Rückgang der Vermögenspreise und die konjunkturelle Situation in den Bilanzen der Banken und Unternehmen niederschlugen.

Da nicht gewährleistet war, dass sich die Senkung des geldpolitischen Zinssatzes letztendlich auf die langfristigen Zinssätze und die Kreditbedingungen niederschlägt, ergriff die EZB eine Reihe von Sondermaßnahmen (non-conventional measures, enhanced credit support)<sup>12</sup>. Die Zinsmaßnahmen und die Sondermaßnahmen der EZB sind dabei komplementär.

Mithilfe der geldpolitischen Zinsen, soll die Preisstabilität über die mittlere Frist gewährleistet werden; die Sondermaßnahmen sollen die Transmission der geldpolitischen Entscheidungen auf die Realwirtschaft sicherstellen. Aufgrund der Flexibilität des operationalen Rahmens zur Implementierung der Geldpolitik konnte die EZB die Sondermaßnahmen äußerst rasch einführen.

Um die Refinanzierung der Banken zu erleichtern und die Unsicherheit über die Liquiditätsversorgung zu verringern, stellte die EZB zu Anfang der Krise den Hauptrefinanzierungsgeschäften zu Beginn der Erfüllungsperiode höhere Zuteilungsbeträge zur Verfügung und verlängerte die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Refinanzierungsgeschäfte. Nach dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers wurde die Liquiditätsversorgung der Banken direkt durch die EZB sichergestellt indem die Kreditgeschäfte von Zins- auf Mengentender mit vollständiger Zuteilung der nachgefragten Liquidität umgestellt wurden, die Bonitätsschwelle für bestimmte Kategorien von Vermögenswerten angepasst und das Verzeichnis notenbankfähiger Sicherheiten erweitert wurde. Zudem wurde im Herbst 2011 die Durchführung zweier Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von 12 bzw. 13 Monaten beschlossen. Um Liquiditätsprobleme in Fremdwährungen zu reduzieren, wurden internationale Kooperationen, etwa Devisenswapabkommen mit dem Federal Reserve, eingegangen.

Zur Aufrechterhaltung der geldpolitischen Transmission setzte die EZB auch Maßnahmen auf den Wertpapiermärkten. Die Intention des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen war es, die Refinanzierung über dieses Instrument zu erleichtern und die Liquidität in diesem Marktsegment zu erhöhen. Letztendlich sollte dadurch ein Beitrag zu einem anhaltenden Rückgang der Geldmarktzinsen und zur Lockerung der Finanzierungsbedingungen für die realwirtschaftlichen Sektoren geleistet werden. Weiters wurde als Reaktion auf die Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 das Programm für die Wertpapiermärkte geschaffen, um in dysfunktionalen Märkten für private und öffentliche Schuldverschreibungen zu intervenieren. Die Funktionsfähigkeit des Marktes für Staatsanleihen ist eine wesentliche Voraussetzung für eine reibungslose geldpolitische Transmission, da der Zinssatz auf öffentliche Schuldverschreibungen traditionell als risikofreier Zinssatz betrachtet wird und daher eine Untergrenze für Kreditzinssätze darstellt. Weiters werden Staatsanleihen als Besicherung in der Refinanzierung verwendet, und Wertschwankungen öffentlicher Schuldverschreibungen können über den Bilanzkanal die Kreditvergabe beeinflussen.<sup>13</sup> Die im Rahmen dieses Programms zur Verfügung gestellte Liquidität wurde mit liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen wieder abgeschöpft, um unerwünschten Einflüsse auf die geldpolitische Ausrichtung zu verhindern.

Sowohl aufgrund der Marktreaktionen als auch auf Basis von wissenschaftlichen Studien können die Sondermaßnahmen als erfolgreich betrachtet werden. Die aktuellsten Entscheidungen der EZB konnten freilich in den meisten Studien noch nicht berücksichtigt werden; ein Großteil der Arbeiten untersucht die Maßnahmen während der anfänglichen Subprime-Krise und nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers. Lenza et al. (2010) analysieren die Veränderung der für die realwirtschaftlichen Sektoren relevanten langfristigen Zinssätze. Um die Auswirkungen der Sondermaßnahmen zu quantifizieren, untersuchen sie dabei nicht – wie traditionelle Studien zum Transmissionsmechanismus – die Veränderung dieser Zinssätze als Reaktion auf eine Änderung des geldpolitischen Zinssatzes, sondern gegeben den geldpolitischen Zinssatz. Laut Lenza et al. (2010) haben die Sondermaßnahmen wesentlich zur Stabilisierung des Finanzsektors nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers beigetragen und dadurch die Finanzierung der realwirtschaftlichen Sektoren sichergestellt. Es zeigt sich, dass aufgrund der Sondermaßnahmen das Jahreswachstum der Kredite an Haushalte um 1,5 Prozentpunkte und jenes an Unternehmen um 2 Prozentpunkte gestiegen ist. Letztendlich führten die Sondermaßnahmen auch zu einer makroökonomischen Stabilisierung, weshalb die Arbeitslosenrate um einen halben Prozentpunkt geringer war als ohne Maßnahmen. Diese Einschätzung wird von Giannone et al. (2012) und Peersman (2011) bestätigt. In der Untersuchung von Giannone et al. (2012) steht die direkte Intermediationstätigkeit des Eurosystems aufgrund der Probleme am Interbankenmarkt im Mittelpunkt (betrachteter Zeitraum August 2007 bis April 2011). Die Autorinnen zeigen, dass sich die Substitution des Interbankenmarkts durch die EZB positiv auf die Kreditvergabe an private Haushalte und noch stärker auf jene an nichtfinanzielle Unternehmen auswirkte. Dadurch war 2 $\frac{1}{2}$  Jahre nach dem Bankrott von Lehman Brothers die Industrieproduktion um 2% höher und die Arbeitslosenquote um 0,6 Prozentpunkte niedriger als in einem Szenario ohne Sondermaßnahmen. Peersman (2011) zeigt ebenfalls die positiven Auswirkungen der Sondermaßnahmen bis 2009 und findet weiters, dass die Sondermaßnahmen mit einer größeren zeitlichen Verzögerung wirken als eine Veränderung des geldpolitischen Zinssatzes. Während Zinsschritte der EZB ihre maximale Auswirkung nach ungefähr einem Jahr erreichen, dauert es bei den Sondermaßnahmen 18 Monate. Weiters führen Leitzinssenkungen zu einem Anstieg der Zinsmargen; die Sondermaßnahmen hingegen zu einem Rückgang.

Beirne et al. (2011) geben erste Hinweise darauf, dass das Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen erfolgreich war. Aufgrund des Programms stieg der Anteil der gedeckten Bankschuldverschreibungen an den Bankschuldverschreibungen insgesamt und der Zinsaufschlag der gedeckten Schuldverschreibungen gegenüber einem risikofreien

Zinssatz ging um 12 Basispunkte zurück. Weiters stieg die Anzahl der Institution die gedeckte Schuldverschreibungen begeben haben. Dies deutet darauf hin, dass die Mittelaufbringung der Banken durch dieses Programm erleichtert wurde.

### **Zukunft – Reformen zur Ausschöpfung des Potenzials des Euro**

Angesichts der Schwere der Wirtschafts- und Finanzkrise wird die Zukunft des Euro und der Währungsunion wohl noch für längere Zeiträume von der Überwindung der Krise geprägt sein. Für das Eurosystem wird es anschließend notwendig sein, die Sondermaßnahmen zurückzunehmen. Rein technisch sollte dies aufgrund des flexiblen geldpolitischen Handlungsrahmens, der auch eine rasche Einführung dieser Maßnahmen ermöglicht hat, kein Problem darstellen. Voraussetzung für eine Rücknahme der Sondermaßnahmen ist aber die Durchführung einer Reihe von wirtschaftspolitischen und regulatorischen Reformen.<sup>14</sup> Die wichtige Stabilisierungsfunktion, die das Eurosystem durch die Sondermaßnahmen geleistet hat, darf keinesfalls als Dauerlösung gesehen werden, sondern dient lediglich zur Überbrückung bis durch andere Maßnahmen eine funktionierende geldpolitische Transmission sichergestellt ist. In diesem Zusammenhang ist es auch wichtig, dass die Banken im Euroraum ihre Bilanzen sanieren, ihre Kapitalisierung auf ein angemessenes Niveau heben und langfristig tragfähige Geschäftsmodelle entwickeln.

Auch wenn derzeit die aktuellen Probleme im Vordergrund stehen, darf die langfristige Perspektive nicht vergessen werden. In diesem Zusammenhang ist über Maßnahmen nachzudenken, die zu einem besseren Funktionieren der Währungsunion führen. Gemäß der Theorie der optimalen Währungsräume<sup>15</sup> ist ein Beitritt zu einer Währungsunion vor allem deshalb mit Kosten verbunden, weil die eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik als Instrument zur makroökonomischen Stabilisierung aufgegeben wird. Die diesbezüglichen Kosten sind umso geringer, je mehr ökonomische Konvergenz im Währungsgebiet besteht. Auch wenn die Theorie der Endogenität optimaler Währungsräume<sup>16</sup> besagt, dass sich eine Währungsunion – zum Beispiel aufgrund des zunehmenden Außenhandels – einem optimalen Währungsraum annähert, darf nicht erwartet werden, dass sich Konvergenz automatisch einstellt. Zur Erreichung eines höheren Grades an Konvergenz müssen zum einen entsprechende institutionelle Rahmenbedingungen geschaffen werden. Zum anderen braucht es Lösungen, die ein relativ höheres Wachstum in den von der Krise besonders betroffenen Staaten ermöglichen, um insgesamt Wachstumskonvergenz auf hohem Niveau zu erreichen.

Interessanterweise haben die in der Theorie der optimalen Währungs-



räume genannten Faktoren, wie Symmetrie von Schocks, Flexibilität von Löhnen und Preisen und Mobilität der Faktoren Arbeit und Kapital, in der Diskussion vor der Bildung der Währungsunion kaum eine Rolle gespielt. Im Vordergrund standen damals die Maastricht-Kriterien, die die Inflationsrate, die Zinssätze, das Defizit und die Schuldenquote beschränken und eine gewisse Konstanz der nominalen Wechselkurse verlangen. Insbesondere für allfällige zukünftige Erweiterungen der Währungsunion sollte man einbekennen, dass es problematisch war, sich bei der Bildung der Währungsunion nur auf nominale Faktoren zu konzentrieren und den realwirtschaftlichen Bereich, also Unterschiede im Pro-Kopf-Einkommen, der Arbeitslosenrate oder der Leistungsbilanzgleichgewichte bzw. -ungleichgewichte, auszuklammern. Es kann auch nicht davon ausgegangen werden, dass es in näherer Zukunft einen ökonomischen oder politischen Mechanismus gibt, der zu einer quasi-automatischen Ausweitung des Euroraums führt. Jedenfalls sollte bei zukünftigen Erweiterungen die realwirtschaftliche Situation der Staaten berücksichtigt werden. Gegebenenfalls muss man sich von Anfang an im Klaren sein, dass realwirtschaftliche Unterschiede zumindest während eines länger andauernden wirtschaftlichen Aufholprozesses durch entsprechende Transfers ausgeglichen werden müssen, anstatt die Hoffnungen darin zu setzen, dass es kurzfristig zu einem Konvergenzprozess kommt. Wir müssen in der Zukunft aber auch mehr Aufmerksamkeit darauf lenken, dass die einzelnen an der WWU teilnehmenden Staaten durch Strukturreformen ihre eigene wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und Flexibilität fördern, sowie auf die strikte Einhaltung der budgetpolitischen Regeln, damit uns in Zukunft kein „zweites Griechenland“ mehr passiert.

Wenn man über die Zukunft des Euro nachdenkt, darf man keinesfalls außer Acht lassen, dass die europäische Währungsunion erst seit knapp über zehn Jahren besteht. Bedenkt man, dass die Entwicklung einer Währungsunion Zeit braucht, ist das kein langer Zeitraum. Dies zeigt sich auch anhand der oben besprochenen Studien zu den Auswirkungen des Euro auf den Außenhandel. Alle diesbezüglichen Studien stehen vor dem Problem, dass sich die positiven Effekte des Euro möglicherweise erst zu einem Teil gezeigt. Dies legt auch eine Arbeit von Glick und Rose (2002) nahe, die zeigt, dass es mehr als 30 Jahre dauern kann, bis die Auswirkungen einer Währungsunion auf den Außenhandel vollständig eingetreten sind. Wenngleich der Euroraum derzeit wegen der Finanz-, Wirtschafts- und Verschuldungskrise sehr großen Herausforderungen gegenübersteht, zeigen die Fakten, dass sich der Euro in den wenigen Jahren seit seiner Einführung als Währung bewährt hat. Es kann für mich keinen Zweifel daran geben, dass – nach Überwindung der Krise – die potentiellen Vorteile des Euro voll ausgeschöpft werden können, wenn die dafür notwendigen Reformen durchgeführt werden.

## Schluss

Die derzeitige Krise hat ohne Zweifel eine Reihe von Fehlentwicklungen in der Wirtschafts- und Währungsunion aufgezeigt. Diese Probleme werden gelegentlich auf den Euro zurückgeführt, und es wird die Meinung vertreten der Euro sei einer der Gründe für die Krise. Ein derartiger Befund übersieht zum einen, dass der Euro selbst durchaus erfolgreich war und besonders für ein kleines, exportorientiertes Land wie Österreich viele Vorteile gebracht hat: Die Inflationsraten lagen auf niedrigem im Einklang mit der Definition von Preisstabilität stehendem Niveau, der Außenhandel zwischen den Euroraumländern hat zugenommen und der Euro war dem Wirtschaftswachstum und der Arbeitsmarktentwicklung in den Euroraumländern förderlich. Die wirtschaftlichen Probleme im Euroraum können daher nicht auf den Euro zurückgeführt werden bzw. dürfen die Auswirkungen des Euro nicht an der derzeitigen wirtschaftlichen Situation im Euroraum gemessen werden. Des Weiteren übersieht ein derartiger Befund, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise auch ohne Währungsunion auf Europa übergreifen hätte. Die auf die Einführung des Euro zurückgehende Zusammenarbeit der Notenbanken im Eurosystem hat deren stabilisierende Rolle überhaupt erst möglich gemacht, wodurch ein wichtiger Beitrag zur Abfederung der Folgen der Krise geleistet werden konnte. Nichtsdestotrotz zeigt die Krise, dass tiefgreifende Reformen zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Koordination, zur Sanierung der öffentlichen Finanzen sowie zur Erreichung von nachhaltigem Wachstum und mehr Wettbewerbsfähigkeit notwendig sind.

Neben der wirtschaftlichen ist auch die politische Kohäsion entscheidend für den Erfolg einer Währungsunion. Eine Währungsunion muss von der Bevölkerung gewollt und unterstützt werden. Hierfür ist es aber notwendig – und darin sehe ich eine wichtige Aufgabe der OeNB – dass man der Bevölkerung die Funktionsweise einer Währungsunion vermittelt und aufzeigt, welche Vorteile, die Teilnahme an einer Währungsunion hat bzw. wie hoch die Kosten der Aufgabe der Währungsunion wären.

## Anmerkungen

- <sup>1</sup> Für einen Überblick siehe Maækowiak et al. (2009). Für eine Einschätzung der wirtschaftlichen Folgen des Euro in Österreich siehe Beer (2011).
- <sup>2</sup> Vgl. z. B. Mongelli und Wyplosz (2008).
- <sup>3</sup> Freilich war die Inflationsentwicklung in den Euroraumstaaten durchaus unterschiedlich (vgl. Nowotny, 2011).
- <sup>4</sup> De Grauwe (2009).
- <sup>5</sup> Baldwin und Taglioni (2004).
- <sup>6</sup> Melitz (2003).
- <sup>7</sup> Sowohl für die Beschäftigtenquote als auch für die Arbeitslosenquote wurde Eurostat

als Quelle herangezogen, weshalb auch die jeweiligen Eurostat-Definitionen Verwendung finden.

- <sup>8</sup> Europäische Kommission (1990); Barrell et al. (2008); Boltho und Eichengreen (2008).  
<sup>9</sup> Z. B. Lane (2009).  
<sup>10</sup> Jobst (2009).  
<sup>11</sup> González-Páramo (2011).  
<sup>12</sup> Für einen umfassenden Überblick über die Sondermaßnahmen siehe EZB (2011) und Jobst (2009).  
<sup>13</sup> González-Páramo (2011).  
<sup>14</sup> Vgl. z. B. OeNB (2011).  
<sup>15</sup> Mundell (1961); McKinnon (1963); Kenen (1969).  
<sup>16</sup> Frankel und Rose (1998).

## Literatur

- Baldwin, R. 2006a. In or Out: Does it Matter? An Evidence-based Analysis of the Euro's Trade Effects. London. Centre for Economic Policy Research.
- Baldwin, R. 2006b. The Euro's Trade Effects. EZB Working Paper 594.
- Baldwin, R. und D. Taglioni. 2004. Positive OCA Criteria: Microfoundations for the Rose Effect. Technical Report. Graduate Institute of International Studies. Genf.
- Barrell, R., S. Gottschalk, D. Holland, E. Khoman, I. Liadze und O. Pomerantz. 2008. The Impact of EMU on Growth and Employment. *European Economy – Economic Papers* 318.
- Beer, C. 2011. Die ökonomischen Effekte des Euro auf Österreich – Ein Überblick über die wissenschaftliche Literatur. In: *Geldpolitik und Wirtschaft* Q3/11.
- Beirne, J., L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganeli, F. Monar, B. Sahel, M. Su\_ ec, J. Tapking und T. Vong. 2011. The Impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets. *EZB Occasional Paper Series*. No. 122. January.
- Boltho, A. und B. Eichengreen. 2008. The Economic Impact of European Integration. In: S. Broadberry, S. und K. O'Rourke (Hrsg.). *The Cambridge Economic History of Modern Europe*. Cambridge University Press.
- Breuss, F. 2009. 10 Jahre WWU – Erfolge, Schwächen und Herausforderungen. In: *WIFO-Monatsberichte* 1/2009. 61-84.
- Breuss, F. 2010. Österreich 15 Jahre EU Mitglied. In: *WIFO-Monatsberichte* 2/2010. 117-136.
- De Grauwe, P. 2009. The Euro at Ten: Achievements and Challenges. In: *Empirica* 36 (1). 5-20.
- Europäische Kommission. 1990. One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. In: *European Economy – Economic Papers* 44.
- EZB. 2011. Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB. In: *EZB-Monatsbericht* Juli. 59-75.
- Frankel, J. A. und A. K. Rose. 1998. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. In: *Economic Journal* 108 (449). 1009–1025.
- Giannone, D., M. Lenza, H. Pill und L. Reichlin. 2012. The ECB and the Interbank Market. *ECARES Working Paper* 2012-005.
- González-Páramo, J. M. 2011. The ECB's monetary policy during the crisis. Rede bei der Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21. Oktober.
- Jobst, C. 2009. Die Umsetzung der Geldpolitik in der Krise 2007 bis 2008. In: *Geldpolitik und Wirtschaft* Q1/09. 53-77.

- Kenen, P. 1969. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In: Mundell, R. und A. Swoboda (Hrsg.) *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago/London. 41-59.
- Lane, P. R., 2009. EMU and Financial Integration. In: Maćkowiak, B., F. P. Mongelli, G. Noblet und F. Smets, (Hrsg.). *The Euro at Ten: Lessons and Challenges*. EZB. 82-115.
- Lenza, M., H. Pill und L. Reichlin. 2010. Monetary policy in exceptional times. *Economic Policy* 62, pp. 295-339.
- Maćkowiak, B., F. P. Mongelli, P. Noblet, und F. Smets. 2009. The Euro at Ten-Lessons and Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference. 13.-14. November 2008.
- McKinnon, R. 1963. Optimum Currency Areas. In: *The American Economic Review* 53. 717-724.
- Melitz, M. J. 2003. The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity. In: *Econometrica* 71(6). 1695-1725.
- Mongelli, F. P. und C. Wyplosz. 2008. The Euro at Ten – Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges. In: Maćkowiak, B., F. P. Mongelli, G. Noblet und F. Smets. Fifth ECB Central Banking Conference. EZB. 24-57.
- Mundell, R. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. In: *The American Economic Review* 51 (4). 657-665.
- Nowotny, E. 2011. Heterogeneities within euro area – a problem for single monetary policy?. In: *Banèni vestnik – Journal for money and banking*. November.
- OeNB, 2011. *Geldpolitik und Wirtschaft*, Q4/11.
- Peersman, G. 2011. Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area. EZB Working Paper No. 1397.
- Rose, A. K. 2000. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. In: *Economic Policy* 30. 9-45.
- Rose, A. K. und T. D. Stanley. 2005. A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade. In: *Journal of Economic Surveys* 19 (3). 347-365.