

Roland Vaubel

## Der Euro – eine kritische Bilanz

*Zehn Jahre nach ihrer Gründung erfährt die Europäische Zentralbank viel Lob für ihre Tätigkeit. Wie ist ihr Erfolg bei der Inflationsbekämpfung zu bewerten? Wie sind die institutionellen Veränderungen seit 2003 zu erklären? Was ist vom Beitritt der osteuropäischen Länder zur Europäischen Währungsunion zu erwarten?*

Die Europäische Zentralbank erhält zu viel Lob. Der relevante Vergleichsmaßstab sind nicht die siebziger, achtziger und frühen neunziger Jahre, sondern die anderen unabhängigen westeuropäischen Zentralbanken in diesem Jahrzehnt. Da das Preisniveau mit einer Verzögerung von gut zwei Jahren auf die Geldpolitik reagiert, sind die niedrigen Inflationsraten der Jahre 1999 und 2000 nicht zu berücksichtigen, denn sie waren nicht der EZB, sondern der Deutschen Bundesbank zu verdanken. Wie Tabelle 1 zeigt, war die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum von 2001 bis 2007 mit 2,2% pro Jahr deutlich höher als in allen fünf westeuropäischen Vergleichsländern. Die Inflationsrate des Euro lag näher an der viel zu hohen Inflationsrate des US-Dollar (2,7%) als an der durchschnittlichen Inflationsrate der anderen westeuropäischen Währungen (1,5%). Hätte die Bundesbank noch die Geldpolitik bestimmt, hätte sie wahrscheinlich – wie vor 1999 – eine der niedrigsten Inflationsraten vorweisen können. Vergleichende Schätzungen der Reaktionsfunktionen von EZB und Bundesbank zeigen jedenfalls, dass die EZB weniger auf die Inflationsentwicklung und stärker auf die Konjunkturentwicklung reagiert als früher die Bundesbank.<sup>1</sup>

Ein weiterer wunder Punkt sind die hohen Inflationsraten in einigen der EWU-Mitgliedstaaten. Wie in Tabelle 2 zu sehen ist, lag die Inflationsrate in Griechenland, Irland, den Niederlanden, Portugal und Spanien in mehreren Jahren über 3% – zum Teil sogar über 5%. Eine neuere Untersuchung von Jan-Egbert Sturm und Timo Wollmershäuser zeigt auch ökonomisch, dass die gemeinsame Geldpolitik der EZB für genau diese Länder zu expansiv war und ihre Volkswirtschaften „unter Stress“ setzte.<sup>2</sup> Noch viel höher sind die Inflationsraten in den osteuropäischen EU-Staaten, die ihre Währung an den Euro gebunden haben. Den Rekord hält Lettland mit 10,1% im Jahr 2007 (vgl. Tabelle 2).

*Prof. Dr. Roland Vaubel, 60, lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität Mannheim und ist Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie.*

Die Inflationsunterschiede relativ zum EWU-Durchschnitt sind Ausdruck realer Wechselkursänderungen, also notwendiger Anpassungen der relativen Preise zwischen den Güterbündeln verschiedener Länder. Reale Wechselkursänderungen sind vor allem auf Unterschiede im Produktivitätsfortschritt (sogenannter „Balassa-Effekt“) zurückzuführen. Sie sind desto größer, je geringer die internationale Arbeitsmobilität (Robert Mundells Kriterium) ist. Schon in den siebziger Jahren wurde ein geringer Bedarf an realer Wechselkursanpassung als ein – oder sogar das – Hauptmerkmal optimaler Währungsgebiete identifiziert.<sup>3</sup> Die hohen Inflationsraten der fünf europäischen EWU-Länder zeigen also an, dass diese Länder keine ökonomisch optimalen Mitglieder der Währungsunion sind. Noch weniger geeignet sind die meisten osteuropäischen Länder.

### Institutionelle Veränderungen

Besonders beunruhigend sind jedoch die institutionellen Veränderungen, die seit 2003 in der Europäischen Währungsunion stattgefunden haben; denn sie scheinen einem Trend zu folgen. Ich erwähne vier Ereignisse.

- Erstens hat die EZB im Mai 2003 das Inflationsziel heraufgesetzt. Ursprünglich betrug es 1,5% (mit einem Band von 0 bis 2%). Das ergibt sich aus der Art und Weise, wie die EZB ihre Referenzrate für das Geldmengenwachstum ableitete – nämlich aus der Quantitätsgleichung:

$$\Delta m^* = \Delta p^* + \bar{y} - \Delta \bar{v}$$

Da die EZB ein Potentialwachstum von 2,0 bis 2,5% und einen Trend der Umlaufgeschwindigkeit von -0,5

<sup>1</sup> Die aktuellste dieser ökonomischen Untersuchungen ist Bernhard Hayo, Boris Hofmann: Comparing Monetary Policy Reaction Functions: ECB versus Bundesbank, in: Empirical Economics, 31, 2006, S. 645-662.

<sup>2</sup> Jan-Egbert Sturm, Timo Wollmershäuser: The Stress of Having a Single Monetary Policy in Europe, ETH Zürich und Ifo-Institut, Dezember 2007.

<sup>3</sup> Roland Vaubel: Real Exchange Rate Changes in the European Community: A New Approach to the Determination of Optimum Currency Areas, in: Journal of International Economics, 8, 1978, S. 319-339.

**Tabelle 1**  
**Inflationsraten in Vergleichsländern**  
**Verbraucherpreise, 2001-2007**  
 (in % pro Jahr)

Schweiz	0,7
Schweden	1,5
Großbritannien	1,7
Norwegen	1,7
Dänemark	1,9
Ungewichteter Durchschnitt (unabhängige Zentralbanken in Westeuropa)	1,5
Euroraum	2,2
USA	2,7

Quelle: OECD.

bis -1,0% unterstellte,<sup>4</sup> implizierte die von der EZB gewählte M3-Referenzrate von 4,5% im Mittel eine Zielinflationsrate von 1,5%:

$$4,5\% = 1,5\% + 2,25\% + 0,75\%$$

Im Mai 2003 entschied sich der Zentralbankrat der EZB stattdessen für ein Inflationsziel unter, aber möglichst nahe an 2% – also 1,9% ... (was eigentlich ein Witz ist). Es gibt Stimmen, die eine weitere Anhebung des Inflationsziels fordern. Jedenfalls erweist es sich als Fehler, dass das Ziel der Preisstabilität nicht im Statut der EZB definiert worden ist. Unabhängige Zentralbanken müssen einen klaren Auftrag haben, sie dürfen nicht selbst ihre Ziele bestimmen.

- Die zweite wichtige Veränderung war die Herabstufung des Geldmengenindicators. Während er ursprünglich die erste Säule der geldpolitischen Diagnose bildete, wurde er – ebenfalls im Mai 2003 – unter „ferner liefen“ den Indikatoren der zweiten Säule zugeordnet. Ende 2007 wurde er anscheinend ganz über Bord geworfen. Die Geldnachfragefunktion weist zwar um das Jahr 2002 einen Strukturbruch auf, der mit dem Ende der Euroschwäche und der Einführung des Euro-Geldes erklärt werden kann. Aber wenn man diesen Bruch berücksichtigt, ist die Geldnachfragefunktion durchaus stabil.<sup>5</sup> Anstatt den Geldmengenindikator völlig abzuwerten, hätte man eine höhere Einkommenselastizität der Geldnachfrage<sup>6</sup> oder eine stärkere trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit zugrunde legen und die

<sup>4</sup> Europäische Zentralbank: Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht, Februar 1999, S. 29-41 (besonders S. 40 f.).

<sup>5</sup> Vgl. z.B. die Analyse von Christian Dreger, Jürgen Wolters: M3 Money Demand and Excess Liquidity in the Euro Area, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung und Freie Universität, Berlin 2008.

<sup>6</sup> Das wäre die Implikation der Analyse von Dreggers und Wolters.

**Tabelle 2**  
**Inflationsraten in ausgewählten Mitgliedstaaten**  
**der europäischen Union (HVPI)**  
 (in % pro Jahr)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Euroraum	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1
Mitglieder der Währungsunion							
Griechenland	selbstbestimmt		3,4	3,0	3,5	3,3	
Irland	4,0	4,7	4,0				
Niederlande	5,1	3,9					
Portugal	4,4	3,7	3,3				
Spanien		3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	
Festkurs zum Euro							
Bulgarien	7,4	5,8		6,2	6,0	7,4	7,6
Estland	5,6	3,6	3,0	4,1	4,5	6,7	
Lettland	noch kein Festkurs			6,2	6,9	6,6	10,1
Ungarn	9,1	5,3	4,7	6,8	3,5	4,0	7,9

Anmerkung: Für die einzelnen Mitgliedstaaten der Europäischen Union werden die Inflationsraten nur ab mindestens 3% berichtet. HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

Referenzrate des M3-Wachstums von 4,5 auf 6,0% erhöhen können. Für die langfristige Orientierung der Geldpolitik am Stabilitätsziel wäre das besser gewesen. Selbst über einen Prognosehorizont von ein oder zwei Jahren scheint die Berücksichtigung der um Portfolio-Verschiebungen bereinigten Geldmenge M3 die Inflationsprognose deutlich zu verbessern.<sup>7</sup>

- Drittens wurde der sogenannte „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ im März 2005 vom Ministerrat bis zur Unkenntlichkeit verwässert. Es gibt jetzt so viele Ausnahmen von der 3%-Regel, dass der Pakt kaum noch eine disziplinierende Wirkung haben wird. Die Änderungen zeigen, dass die Politiker der Mitgliedstaaten der Preisstabilität immer weniger Bedeutung zumessen.
- Viertens sind die Ressorts im Direktorium der EZB neu verteilt worden. Die Forschungsabteilung, die langfristig die Maßstäbe setzt, wird seit dem Mai 2006 nicht mehr von Otmar Issing, einem ausgewiesenen Anhänger der Preisstabilität, sondern von Lucas Papademos, dem Erfinder der NAIRU (non-accelerating-inflation rate of unemployment) geleitet.<sup>8</sup> Nach seiner Theorie ist die Inflation nicht ein mone-

<sup>7</sup> Boris Hofmann: Do Monetary Indicators Lead Euro Area Inflation?, in: ECB Working Paper 867, Februar 2008, S. 36.

<sup>8</sup> Franco Modigliani, Lucas Papademos: Monetary Policy for the Coming Quarters: The Conflicting Views, in: New England Economic Review, März/April 1976, S. 2-35.

**Tabelle 3**  
**Inflationsraten und nominale Wechselkurs-**  
**änderungen gegenüber dem Euro 1999-2007**  
 (in % pro Jahr)

Land	Inflationsrate	Aufwertung (-)/ Abwertung (+)
Bulgarien <sup>1</sup>	6,2	+0,1
Tschechische Republik	2,3	-3,1
Estland	4,0	0,0
Lettland	4,6	+1,3
Litauen	2,2	-2,3
Polen	3,8	-1,2
Rumänien	20,9	+38,9
Slowakische Republik	6,4	-2,9
Slowenien <sup>2</sup>	5,7	+2,6
Ungarn	6,8	-0,1
Ungewichteter Durchschnitt	6,3	+3,3
(ohne Rumänien)	4,7	-0,6

<sup>1</sup> 2000-2007. <sup>2</sup> 1999-2006.

täres Phänomen, sondern Ergebnis einer niedrigen Arbeitslosenquote (was empirisch nicht haltbar ist<sup>9</sup>).

**Politisch-ökonomische Erklärung**

Wie ist diese Serie von institutionellen Veränderungen, die die Bedingungen für Preisstabilität verschlechtert haben, politisch-ökonomisch zu erklären? Als 1998 die Ziele und Institutionen der Währungsunion beschlossen wurden, gab es eine konservative Regierung mit Vetomacht: die deutsche Regierung Kohl. Ohne Deutschland hätte die Europäische Währungsunion nicht beginnen können. Die Deutschen nutzten ihr Veto und setzten a) ein niedriges Inflationsziel, b) eine monetäre Referenzrate und c) ein von Konservativen dominiertes Direktorium durch.<sup>10</sup> Seit dem Beginn der Währungsunion gibt es jedoch kein deutsches Veto mehr. Stattdessen wird die Geldpolitik von denjenigen Mitgliedern des Zentralbankrats bestimmt, die mit ihrer Inflationspräferenz die Medianposition einnehmen.<sup>11</sup> Sie haben a) das Inflationsziel angehoben, b) den Geldmengenindikator herabgestuft und c) das Gewicht der Konservativen im EZB-Direktorium reduziert. Die Startbedingungen des Spiels waren sehr verschieden von

<sup>9</sup> Vgl. z.B. Keith M. Carlson: Inflation, Unemployment, and Monetary Policy: Evidence from Two Simple Models, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September 1978, S. 2-6.

<sup>10</sup> Obwohl es im Ministerrat eine linke Mehrheit gab, waren bis auf den Präsidenten Wim Duisenberg alle Direktoriumsmitglieder Konservative, und auch Duisenberg galt als konsequenter Stabilitätspolitiker.

<sup>11</sup> Misst man die Stabilitätspräferenzen anhand von Meinungsumfragen oder anhand der nationalen Inflationsraten vor 1999, so halten die französischen Mitglieder des Zentralbankrats die Medianposition. Roland Vaubel: The Future of the Euro: A Public Choice Perspective, in: Forrest H. Capie, Geoffrey Wood (Hrsg.): Monetary Unions, London 2003, S. 146-181.

denen, die sein langfristiges Gleichgewicht bestimmen. Deshalb ist zu erwarten, dass die Inflationsrate des Euro in der Zukunft höher sein wird, als sie es bisher war.

**Beitritt der osteuropäischen Länder**

Es kommt hinzu, dass nach und nach alle osteuropäischen EU-Mitglieder der Währungsunion beitreten werden. Wie Tabelle 3 zeigt, haben diese Länder mit Ausnahme Litauens und der Tschechischen Republik seit 1999 sehr erhebliche Inflationsraten zugelassen – im Durchschnitt 6,3%. Werden ihre Notenbank-Präsidenten im EZB-Rat für eine expansivere Geldpolitik stimmen als die anderen? Nicht unbedingt. Denn aufgrund des Balassa-Effekts werden die osteuropäischen Länder in der Währungsunion ohnehin höhere Inflationsraten verzeichnen als die bisherigen Mitglieder. Die Frage ist also: Wird der Balassa-Effekt ausreichen, die anscheinend höheren Inflationspräferenzen der osteuropäischen Länder zu befriedigen? Dafür müsste die folgende Bedingung erfüllt sein:

$$\Delta p_i^* - \Delta p_E^* = -\Delta q_{i/E} \equiv -\Delta e_{i/E} + \Delta p_i - \Delta p_E$$

Das heißt, die Differenz zwischen der Zielinflationsrate des osteuropäischen Lands i ( $\Delta p_i^*$ ) und der Zielinflationsrate der bisherigen EWU-Mitglieder ( $\Delta p_E^*$ ) müsste so groß sein wie die gleichgewichtige reale Aufwertungsrate des osteuropäischen Landes gegenüber den westeuropäischen Ländern ( $-\Delta q_{i/E}$ ). Die reale Aufwertungsrate ist definiert als nominale Aufwertungsrate ( $-\Delta e_{i/E}$ ) plus Inflationsdifferenz. Betrachtet man die bisherigen Inflationsraten als die präferierten, so kürzen sich die Inflationsraten weg, und die Gleichung reduziert sich zu der Bedingung  $-\Delta e_{i/E} = 0$ .

Die zweite Spalte von Tabelle 3 zeigt, dass die meisten osteuropäischen Währungen seit 1999 gegenüber dem Euro nominell aufgewertet haben. Ausnahmen sind die Währungen Rumäniens, Sloweniens (das 2007 beitrug), Lettlands und Bulgariens. In den anderen Ländern überstieg der Balassa-Effekt den gewünschten Inflationsunterschied. Sie ließen ihre Währungen also nominell aufwerten, weil ihre Inflationsraten die des Euro ansonsten aufgrund des realen Aufwertungsbedarfs stärker als gewünscht überschritten hätten. Oder einfacher ausgedrückt: sie werteten ihre Währungen gegenüber dem Euro auf, weil ihnen die Geldpolitik der EZB in Anbetracht des Balassa-Effekts zu expansiv, zu inflationär war. Sie würden daher – unter der obigen Annahme – in der Währungsunion auf eine restriktivere Geldpolitik drängen.

Dieses Ergebnis ist ermutigend. Aber die Annahme, dass die tatsächlichen Inflationsraten der osteuropäischen Länder ihre langfristigen oder „wahren“ Infla-

tionspräferenzen widerspiegeln, muss nicht richtig sein. Die meisten dieser Länder wollten ursprünglich möglichst bald nach dem EU-Beitritt (2004) auch in die Währungsunion aufgenommen werden. Dazu mussten sie unter anderem das Konvergenzkriterium einer niedrigen Inflationsrate erfüllen. Um in die Nähe der drei niedrigsten westeuropäischen Inflationsraten zu gelangen, mussten sie wegen des Balassa-Effekts gegenüber dem Euro aufwerten. Wenn sie erst einmal

Mitglieder der Währungsunion geworden sind, entfällt dieser Anreiz. Es bleiben also Zweifel und Risiken.

Von Anfang an war nicht zu erwarten, dass die meisten Probleme, die sich aus der europäischen Währungsunion ergeben, innerhalb der ersten zehn Jahre auftreten würden. Die derzeitigen Lobeshymnen auf den Euro sind daher nicht nur weit übertrieben, sondern vor allem verfrüht.