

Nicolas Afflatet

Geldpolitik im heterogenen Währungsraum und die offene Frage der Konvergenz

Innerhalb einer Währungsunion ist eine souveräne nationale Geldpolitik nicht möglich. Solange die einzelnen Länder sich in verschiedenen ökonomischen Situationen befinden, wirkt sich auch die gemeinsame Geldpolitik unterschiedlich aus. Sind die Länder zu heterogen, kann die gemeinsame Geldpolitik zu verstärkter Divergenz führen. Der Autor hat die Entwicklung der Konvergenz und Divergenz innerhalb der Europäischen Währungsunion empirisch untersucht.

Länder, die einer Währungsunion beitreten wollen, sehen sich mit dem Trilemma des Wechselkursregimes konfrontiert (vgl. Abbildung 1). Sie können nicht zugleich feste Wechselkurse, eine eigenständige Geldpolitik und freie Kapitalflüsse wählen. Da sie ihre Wechselkurse in Form einer gemeinsamen Währung aneinanderketten und der Kapitalverkehr nicht beschränkt werden soll, müssen sie auf eine souveräne Geldpolitik verzichten. Dieser Verzicht bringt auch Nachteile mit sich, weil dann in Form der einheitlichen Geldpolitik für alle Mitgliedsländer ein Maßanzug angefertigt wird, der allen passen muss. Ist der Währungsverbund aber zu heterogen, ist den einen der Anzug zu klein, während er anderen zu groß ist.¹

Robert Mundell hat gezeigt, dass Mitgliedsländer einer Währungsunion einander ausreichend ähnlich und von den gleichen Schocks betroffen sein sollten, um einen optimalen Währungsraum zu bilden. Ein solcher Währungsraum kommt in der Realität jedoch nicht vor. Deshalb legte Mundell großen Wert auf die Mobilität der Produktionsfaktoren, um asymmetrische Schocks und divergierende makroökonomische Dynamiken auszugleichen, die sonst dafür sorgen würden, dass die Preisentwicklungen innerhalb des Währungsraumes divergieren.²

Als die Europäische Währungsunion (EWU) konzipiert wurde, gab es unter Ökonomen große Zweifel, ob sie tatsäch-

lich einen geeigneten Währungsraum bildet, weil die Ländergruppe zu heterogen und die Produktionsfaktoren innerhalb der EWU nicht ausreichend mobil sind. Fiskaltransfers, die divergierende Entwicklungen ausgleichen können, fehlen bis heute gänzlich.³ Deshalb hofften die Regierungen, dass die Mitgliedsländer im Zeitablauf einander ähnlicher oder die Produktionsfaktoren mobiler werden würden. Tatsächlich gab es bis 1999 eine starke Konvergenz der Mitgliedsländer hinsichtlich der Einkommen und auch der Synchronität der Konjunkturzyklen.⁴ Für die Zeit nach dem „Produktivstart“ 1999 konnten jedoch kaum mehr Anzeichen der weiteren Konvergenz gefunden werden.⁵

Die kurze Geschichte der EWU zeigt geradezu lehrbuchmäßig, welche Gefahren entstehen, wenn die Mitgliedsländer

1 Milton Friedman bemerkte dazu: „Die Mitgliedsländer reagieren zu unterschiedlich auf ökonomische Einflüsse von außen – deshalb ist etwa die für Irland richtige Geldpolitik [...] für Deutschland völlig ungeeignet“ (zit. in W. Krämer: Kalte Enteignung, Frankfurt a.M. 2013, S. 204). Vgl. M. Friedman: The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?, in: Project Syndicate vom 28.8.1997.

2 Vgl. R. Mundell: A Theory of Optimum Currency Areas, in: The American Economic Review, 51. Jg. (1961), H. 4, S. 657-664. Diese Theorie wurde später um andere Faktoren wie die Offenheit der beteiligten Volkswirtschaften erweitert. Siehe für einen Überblick zu optimalen Währungsräumen Y. Ishiyama: The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey, in: International Monetary Fund Staff Papers, 22. Jg. (1975), Nr. 2, S. 344-383.

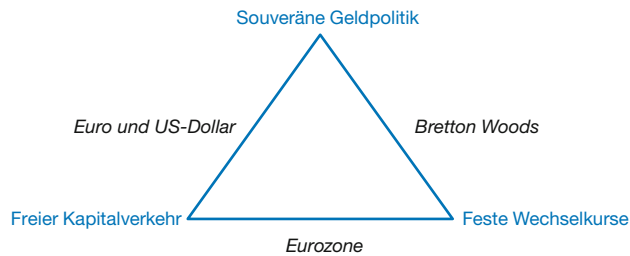
3 Vgl. B. Eichengreen: Is Europe an optimum currency area?, Discussion Paper, Nr. 478 (1990), CEPR London; P. de Grauwe, W. Vanhaverbeke: Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data, Discussion Paper, Nr. 555 (1991), CEPR London.

4 Vgl. O. Issing: The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All, in: International Finance, 4. Jg. (2001), Nr. 3, S. 441-462; J. Berk, J. Swank: Regional Price Adjustment in a Monetary Union, Tinbergen Institute Working Paper, Nr. 2002-077/2 (2002); M. Massmann, J. Mitchell: Reconsidering the Evidence: Are Eurozone Business Cycles Converging?, ZEI Working Paper, Nr. B 05-2003 (2003).

5 Vgl. M. Duarte: The Euro and Inflation Divergence in Europe, in: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 89. Jg. (2003), Nr. 3, S. 53-70; P. Honohan, P. R. Lane: Divergent Inflation Rates in EMU, in: Economic Policy, 18. Jg. (2003), S. 357-394; C. Altavilla: Do EMU Members Share the Same Business Cycle?, in: Journal of Common Market Studies, 42. Jg. (2004), Nr. 5, S. 869-896; C. Moons, A. van Poock: Does One Size Fit All? A Taylor-Rule based Analysis of Monetary Policy for Current and Future EMU Members, in: Applied Economics, 40. Jg. (2008), Nr. 2, S. 193-199; F. Busetti, L. Forni, A. Harvey, F. Venditti: Inflation Convergence and Divergence within the European Monetary Union, ECB Working Paper, Nr. 574 (2006).

Dr. Nicolas Afflatet ist Research Fellow an der Helmut-Schmidt-Universität in Hamburg.

Abbildung 1
Das Trilemma des Wechselkursregimes

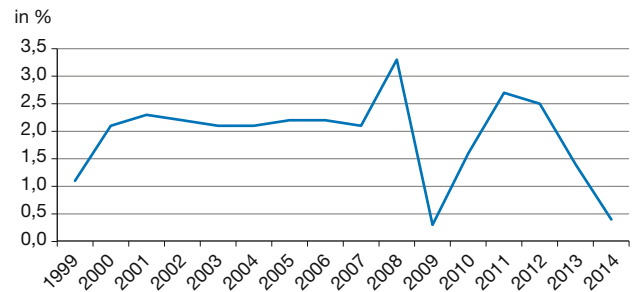


Quelle: Eigene Darstellung.

einer Währungsunion untereinander zu heterogen sind. In den ersten Jahren der Währungsunion war die einheitliche Geldpolitik für einige Länder zu restriktiv, für andere zu expansiv. Zu ersteren zählen unter anderem Irland, Griechenland oder Spanien,⁶ zu letzteren vor allem Deutschland. In Ländern, für die die Geldpolitik zu expansiv war, verstärkte sie den dortigen Boom, weil die Realzinsen fielen. Dies führte zu sinkenden Outputlücken und Arbeitslosenraten und in der Folge steigender Inflation.⁷ Durch die steigende Inflation werteten diese Länder real auf. Dieser reale Wechselkurskanal, der dem Realzinskanal entgegenwirken würde, wirkte aber erst langfristig, während der niedrige Realzins sofort wirkte.⁸ Somit trug die Geldpolitik zu steigender Inflation, Übertreibungen und übermäßigen Lohnerhöhungen bei, die sich letztlich in einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit niederschlugen, mit der sich die Peripheriestaaten heute plagen.⁹ Deroose, Langedijk und Roeger prägten hierfür bereits 2004 den Begriff des „Overheating and Overcooling“¹⁰: Die Konjunktur überhitzt infolge der expansiven Geldpolitik, was zu steigenden Inflationsraten und somit einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit führt, die nur langsam wiedergewonnen werden kann. Wegen dieser Gefahren, die mit divergenten Entwicklungen einhergehen, bleibt die Frage der Konvergenz abseits der derzeitigen Verschuldungskrise eine der drängendsten Fragen der Währungsunion.

- 6 Die weiteren Krisenländer Italien und Portugal stellen Sonderfälle dar. Portugal wuchs zwar in den Anfangsjahren sehr stark, doch die Dynamik ließ nach, während die Inflation hoch blieb. Italien wuchs nur langsam, wies aber dennoch eine hohe Preisdynamik auf.
- 7 Regressiert man Inflationsraten in der Eurozone auf die makroökonomischen Variablen Arbeitslosen- und Wachstumsrate und Outputlücke zeigt sich der eindeutig engste Zusammenhang bei der Outputlücke.
- 8 C. Moons, A. van Poeck, a.a.O.; O. Blanchard: Adjustment within the Euro. The difficult case of Portugal, 2006, <http://econ-www.mit.edu/files/740> (28.1.2012); S. Dullien, U. Fritsche: Anhaltende Divergenzen bei Inflations- und Lohnentwicklung in der Eurozone: Gefahr für die Währungsunion?, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 76. Jg. (2007), Nr. 4, S. 56-76.
- 9 Vgl. H.-W. Sinn: Austerity, Growth and Inflation: Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem, in: The World Economy, Vol. 37 (2014), Nr. 1, S. 1-13.
- 10 S. Deroose, S. Langedijk, W. Roeger: Reviewing adjustment dynamics in EMU: from overheating to overcooling, European Commission Economic Papers, Nr. 198 (2004).

Abbildung 2
Inflationsrate im gesamten Euroraum



Quelle: Daten: Eurostat.

Die Taylor-Regel

Um Konvergenz zu messen, lässt sich eine Vielzahl von Indikatoren heranziehen: Arbeitslosen-, Wachstums- oder Inflationsraten, Einkommen, Faktor- und Produktmärkte etc. Konzentriert man sich auf die geldpolitischen Bedürfnisse der Mitgliedsländer und deren notwendige Angleichung, lohnt sich ein Rückgriff auf die Taylor-Regel.

Taylor entwickelte 1993 eine berühmt gewordene Regel für die Festsetzung des Leitzinses,¹¹ auf die in der geldpolitischen Literatur immer wieder zurückgegriffen wird, auch wenn EZB und FED regelmäßig betonen, dass die Regel bei der Festlegung ihrer Politik keine Rolle spielt:

$$i_{Taylor} = r^* + \pi + \alpha (\pi - \pi^*) + (1 - \alpha) (y - y^*)$$

Der Taylor-Zins ergibt sich nach der obigen Formel aus dem gleichgewichtigen Realzins, der Abweichung der Inflationsrate von der gewünschten Inflationsrate und der Outputlücke. Setzt man den Realzins¹² mit 2 und den Gewichtungsfaktor α mit 0,5 an, ergibt sich ein Zinsniveau, das die Geldpolitik der FED und der EZB zumindest ex post grob beschreibt.¹³ Die Taylor-Regel lässt sich somit als Richtschnur für die Geldpolitik der EZB heranziehen.

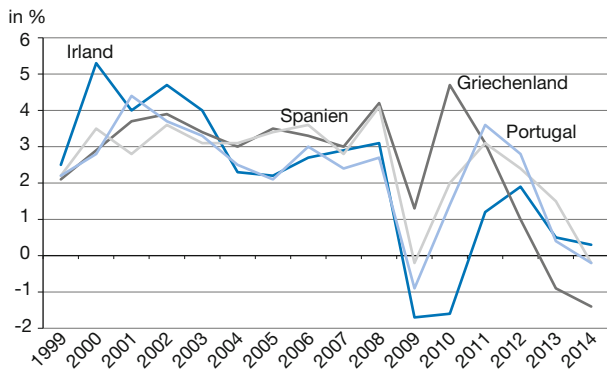
Die Daten zeigen, dass die EZB mit dieser Politik ihr selbstgestecktes Inflationsziel von 2% im Großen und Ganzen erreicht (vgl. Abbildung 2). Dies gilt für die Jahre bis 2008 und in etwas geringerem Maße für die Zeit nach 2008. Die Geldpolitik der EZB scheint demnach gut auf die Bedürfnisse der Eurozone als Ganzes angepasst zu sein. Das bedeutet jedoch nicht, dass die EZB die angestrebte In-

11 J. B. Taylor: Discretion versus policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. Jg. (1993), Nr. 1, S. 195-214.

12 Die Berechnung des gleichgewichtigen Realzinses ist schwierig. Taylor selbst verwandte einen Wert von zwei, auch liegt dies im Bereich der empirisch ermittelten Werte. Vgl. J. Treu: Der Taylor Zins und die europäische Geldpolitik 1999-2009, Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Diskussionspapier 03/2010, S. 3.

13 Vgl. C. Moons, A. van Poeck, a.a.O.; J. Treu, a.a.O.

Abbildung 3
Inflationsraten in den Peripheriestaaten der Eurozone



Quelle: Daten: Eurostat.

flationsrate auch für jedes einzelne Mitgliedsland erreicht. Im Gegenteil: In etlichen Staaten wurde das Ziel beständig verfehlt, beispielsweise in Griechenland, Irland, Spanien und Portugal. Dort lag die Inflation bis einschließlich 2008 zum Teil deutlich über den angepeilten 2% (vgl. Abbildung 3). Die Geldpolitik war hier folglich eindeutig nicht treffsicher, sondern tendenziell zu expansiv. Dies führte zu hohen Inflationsraten, die zum Verlust an Wettbewerbsfähigkeit beitrugen, unter dem die Krisenländer heute leiden.

Die Taylor-Regel in den Mitgliedsländern

Wendet man die Taylor-Regel statt auf die EWU als Ganzes auf deren Mitgliedsländer an, kann man damit schematisch die geldpolitischen Bedürfnisse der einzelnen Mitgliedsländer ermitteln.¹⁴ Dabei ist die absolute Höhe nachrangig, weil es einzig darum geht, die Unterschiede (und deren Veränderung) zwischen der Währungsunion und ihren Mitgliedsländern festzustellen. Entscheidend ist demnach die zur Währungsunion relative Entwicklung der Mitgliedsländer, nicht die absolute. Dies gilt auch dann, wenn man annimmt, dass der gleichgewichtige Realzins seitdem gesunken ist,¹⁵ denn an der Differenz zwischen dem Taylor-Zins für die Eurozone und dem der Mitgliedsländer ändert dies nichts.¹⁶ Wendet man exemplarisch die Taylor-Regel auf die Mitgliedstaaten der Peripherie an, zeigt sich, dass die tatsächliche Geldpolitik bis 2008 zu expansiv und seitdem eher zu restriktiv war (vgl. Abbildung 4) und bestätigt somit den eingangs erwähnten Verdacht.¹⁷

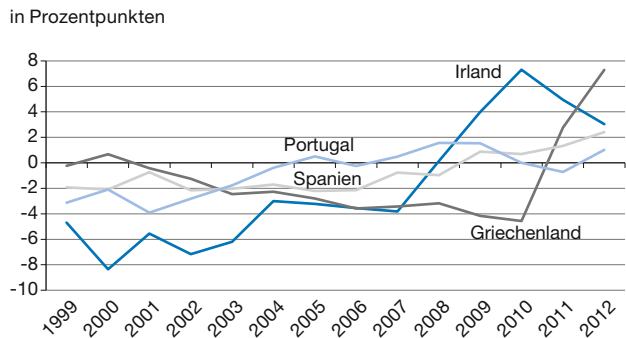
¹⁴ Vgl. ebenda.

¹⁵ Vgl. M. Kleczka: Monetary Policy, Fiscal Policy and Secular Stagnation at the Zero Lower Bound. A View on the Eurozone, MPRA Paper, Nr. 67228 (2015).

¹⁶ Die verwendeten Tests ließen sich auch auf andere Indikatoren anwenden, z.B. Inflations-, Wachstums-, Arbeitslosenquotendifferenziale usw. Die Ergebnisse gleichen sich jedoch: Flächendeckende Konvergenz lässt sich innerhalb der Eurozone nicht feststellen.

¹⁷ Dass die Geldpolitik der EZB mit Zinsen an der Nullgrenze hier gewisse Grenzen erreicht hat, ist eine andere Diskussion.

Abbildung 4
Abweichungen des nationalen Taylor-Zinses vom Taylor-Zins für die Eurozone



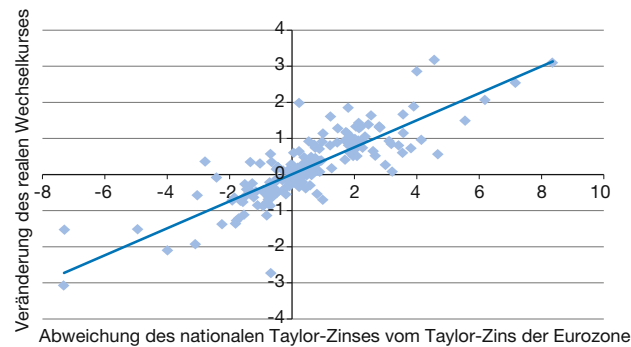
Quellen: Daten: Eurostat, OECD, eigene Berechnungen.

In einem früheren Artikel habe ich anhand einer Regressions-schätzung gezeigt, dass sich die realen Wechselkurse der Mitgliedsländer umso stärker verändert haben, je stärker ihr nationaler Taylor-Zins vom eurozonenweiten Taylor-Zins abgewichen ist (vgl. Abbildung 5).¹⁸ Da die Veränderung des realen Wechselkurses vor allem durch die Veränderung des allgemeinen Preisniveaus getrieben ist, zeigt dies zweierlei:

1. Die Abweichung des Taylor-Zinses in den Mitgliedsländern vom Taylor-Zins der Eurozone zeigt die relative Veränderung des dortigen Preisniveaus an. War der notwendige Taylor-Zins in einem Mitgliedsland höher als in der Eurozone, führte dies zu einer verstärkten Inflationsdynamik. Somit kann die Taylor-Regel als grobe Richtschnur für die geldpolitischen Bedürfnisse der Mitgliedsländer genutzt werden.
2. Die makroökonomische Dynamik war innerhalb der Währungsunion sehr unterschiedlich und die Geldpolitik der EZB war nicht ausreichend auf die Bedürfnisse einzelner Mitgliedsländer ausgerichtet. Letzteres muss sie auch nicht sein; schließlich macht die EZB keine Geldpolitik für Deutschland oder Irland, sondern für die Eurozone als Ganzes. Es macht aber die Notwendigkeit der weiteren Konvergenz erneut deutlich. Nur wenn sich die Konjunkturzyklen und die nationalen Dynamiken (weiter) angleichen, besteht die Hoffnung, dass die Mitgliedsländer die Geldpolitik künftig besser „vertragen“ und nicht unerwünschte Nebenwirkungen wie die exzessive reale Aufwertung der Vergangenheit aufweisen. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass es innerhalb der Eurozone derzeit keine Fiskaltransfers gibt, die divergierende

¹⁸ Vgl. N. Afflatet: Folgen der einheitlichen Geldpolitik für die Wettbewerbsfähigkeit, 2014, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2014/05/folgen-der-einheitlichen-geldpolitik-fuer-die-wettbewerbsfaehigkeit/> (10.10.2015).

Abbildung 5
Nationale Taylor-Zinsen und Veränderung des realen effektiven Wechselkurses



Quellen: Daten: Eurostat, OECD, eigene Berechnungen.

makroökonomische Entwicklungen ausgleichen könnten, und die Mobilität der Arbeitskräfte begrenzt bleibt.¹⁹

Lässt sich an der Taylor-Regel Konvergenz ablesen?

Vergleicht man den nationalen Taylor-Zins mit dem Taylor-Zins für die Eurozone in Form eines Differenzials, ergeben sich zum Teil deutliche Abweichungen. Gäbe es innerhalb der Währungsunion eine konvergente Entwicklung, sollten diese Abstände kleiner werden. Die Bedürfnisse des Mitgliedslandes würden sich dann denen der Eurozone als Ganzes anpassen. Würde der Abstand jedoch größer werden, lägen Hinweise für divergente Entwicklungen vor.

$$\Delta i_t = i_{EWU,t}^{Taylor} - i_{i,t}^{Taylor}$$

$$= (r^* + \pi_{EWU,t} + \alpha (\pi_{EWU,t} - \pi^*)) + (1 - \alpha) (y_{EWU,t} - y_{EWU}^*)$$

$$- (r^* + \pi_{i,t} + \alpha (\pi_{i,t} - \pi^*)) + (1 - \alpha) (y_{i,t} - y^*)$$

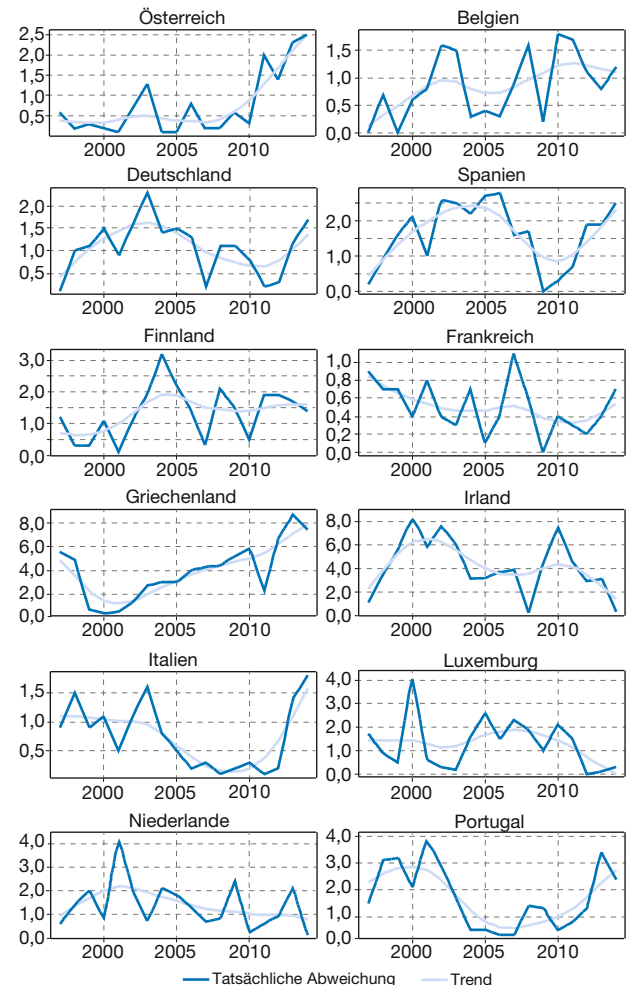
Um ein Maß für die Abweichung zu ermitteln, bietet es sich an, schlicht den Betrag des Differenzials zu nutzen. Wird dieses im Zeitablauf kleiner, weist dies auf Konvergenz hin, wird es größer, auf Divergenz.

$$|\Delta i_t| = |i_{EWU,t}^{Taylor} - i_{i,t}^{Taylor}|$$

Um die langfristige Entwicklung der nationalen Taylor-Zinsen im Vergleich zum Eurozonen-Taylor-Zins beurteilen zu können, wurden die entsprechenden Zeitreihen mit dem Hodrick-Prescott-Filter²⁰ ausgeglichen. Kurzfristige Schwankungen haben somit weniger Einfluss, während langfristige Tendenzen besser sichtbar werden. Unabhängig von der

19 Vgl. Z. Gáková, L. Dijkstra: Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA, Regional Focus, Nr. 02/2008.
 20 Vgl. E. J. Hodrick, E. C. Prescott: Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation, in: Journal of Money, Credit and Banking, 29. Jg. (1997), Nr. 1, S. 1-16.

Abbildung 6
Differenzen zwischen nationalen und eurozonenweiten Taylor-Zinsen



Quellen: Daten: Eurostat, OECD, eigene Berechnungen für 1997-2014.

Richtung der Bewegung (Konvergenz oder Divergenz) ist zunächst einmal auffällig, dass es deutliche Unterschiede hinsichtlich der Differenz zwischen den Entwicklungen der Mitgliedsländer und der Eurozone gibt (vgl. Abbildung 6). Über den gesamten Zeitraum (1997-2014) waren die Unterschiede in Frankreich am kleinsten. Der nationale Taylor-Zins wich nur einmal um mehr als einen Punkt vom Eurozonen-Taylor-Zins ab. Ganz anders die Situation in Irland und Griechenland. Dort wichen die nationalen Taylor-Zinsen teilweise um mehr als acht Prozentpunkte von dem der Eurozone ab.

Bei der Frage nach der Konvergenz zeigt sich ein sehr gemischtes Bild innerhalb der Eurozone (vgl. Abbildung 6). In vier Ländern sind tatsächlich Konvergenzbewegungen zu erkennen: Frankreich, Irland, Luxemburg und den Niederlanden. Der Abstand wurde hier in den vergangenen Jahren tendenziell geringer. In Finnland blieb der Abstand über die gesamte Betrachtungsdauer in etwa gleich. In drei Ländern

zeigt sich eine Wellenbewegung mit einer Divergenzbewegung in den vergangenen Jahren: Spanien, Italien und Portugal. Dass dies ausgerechnet drei der Krisenstaaten sind, überrascht nicht. Die Outputlücken bleiben groß, die Inflationsdynamik schwach, während die Eurozone als Ganzes eher schwach wächst. Auch Deutschland zeigt eine Wellenbewegung auf, wobei seit 2010 ebenso wie in den Anfangsjahren eine Divergenzbewegung zu erkennen ist. Dies ist das Resultat einer nach wie vor gut laufenden Konjunktur in Deutschland (erkennbar an einer sich schließenden Outputlücke), während das Wachstum in den anderen Eurozoneländern schwächer bleibt. In der Folge blieb in Deutschland in den vergangenen Jahren die Inflation auch etwas höher als im Rest der Eurozone. In Österreich (vor allem seit der Finanzkrise), Belgien und Griechenland zeigt sich hingegen über den gesamten Beobachtungszeitraum eine deutliche Divergenzbewegung. Die Entwicklungen dort scheinen sich zunehmend von denen im Rest der Eurozone abzukoppeln.

Diskussion der Ergebnisse

Die verwendete Methode ist nur eine schemenhafte Annäherung, doch egal wie man Konvergenzbewegungen misst: Es gibt keine makroökonomische Kennziffer, die anzeigt, dass es seit Beginn der Währungsunion zu einer flächendeckenden Konvergenzbewegung gekommen ist. Im Gegenteil: So wie der Taylor-Zins zeigen auch andere Indikatoren (z.B. Arbeitslosenquote oder Einkommen) an, dass es deutlich divergierende Entwicklungen innerhalb der Eurozone gibt. Dies bedeutet, dass es die EZB nicht allen recht machen kann, weil sich die Dynamiken innerhalb der Währungsunion zu sehr unterscheiden und damit auch die geldpolitischen Bedürfnisse. Sie muss eine Geldpolitik für den Euroraum als Ganzes betreiben und kann nicht auf einzelne Mitgliedsländer Rücksicht nehmen, wodurch sie zwangsweise mit deren Wunschvorstellungen in Konflikt gerät.

Dies war von Anfang offensichtlich, als z.B. Irland, Griechenland oder Spanien besonders stark wuchsen, während Deutschland und Italien stagnierten. In jüngster Zeit leiden hingegen die zunächst boomenden Staaten an mangelnder Wettbewerbsfähigkeit, die sich auch aus einer Überhitzung der Konjunktur in den Anfangsjahren erklärt. Das starke Wachstum führte zu geringen Outputlücken und sinkenden Arbeitslosenzahlen, was die Lohnkosten und Inflation befeuerte. Dies führte zum Verlust an Wettbewerbsfähigkeit,

die nun mühsam durch Lohnzurückhaltung zurückerkämpft werden muss. Deutschland hingegen und auch Irland, das im Zuge der Krise besonders früh drastische Reformen durchgeführt hat, wachsen heute robust, weisen niedrige Outputlücken und sinkende Arbeitslosenquoten aus.

Der Taylor-Zins zeigt an, dass der Leitzins für Deutschland (oder auch Österreich) tatsächlich höher liegen müsste, während er für die Krisenstaaten gar nicht tief genug sein kann. Allerdings kann die aktuelle divergierende Entwicklung durchaus wünschenswerte Folgen haben. Da die Krisenstaaten relativ zu den anderen Staaten zu teuer sind, müssen sie eine deflationäre Entwicklung durchlaufen, während die übrigen Mitgliedstaaten stärker inflationieren müssen. Wollen die Krisenstaaten ihre Außenschuld stabilisieren, muss es also zwingend zu einer divergenten Entwicklung kommen, weil sie andernfalls nicht die notwendigen Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaften. Die Forderung nach Konvergenz innerhalb des Währungsraums ist daher fürs erste obsolet, weil zunächst die divergenten Entwicklungen der Anfangsjahre wieder ausgeglichen werden müssen.²¹

Langfristig wird es die Währungsunion aber schwer haben, in ihrem heterogenen Zustand zu überleben, weil dann wiederkehrende bzw. rotierende²² Krisen drohen: Erst geraten Mitgliedsländer in einen Boom, in dessen Folge Übertreibungen mit exzessiven Lohnerhöhungen und Blasenbildungen drohen. Wenn dann der reale Wechselkurskanal wirkt, geraten diese Länder in eine Krise, während diejenigen Länder, die zu Beginn in einer Krise steckten und real abgewertet haben, nun stärker wachsen. Ist dieser Zyklus an sein Ende gekommen, droht er sich zu wiederholen, wenn nicht die notwendigen Maßnahmen ergriffen werden, um eine funktionsfähige Währungsunion zu garantieren. Dazu können z.B. die Förderung der eurozoneninternen Migration, die Erhöhung der Offenheit, die Einrichtung eines Ausgleichsmechanismus etwa in Form einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung oder andere Fiskaltransfers gehören. Welche Maßnahmen ergriffen werden, ist eine politische Entscheidung. Doch wenn keine davon ergriffen wird, werden sich die derzeitigen Krisenerscheinungen wahrscheinlich fortsetzen.

21 Will man eine Deflation in jedem Fall vermeiden, müssen die Krisenländer sehr schwach inflationieren, während die stark wachsenden Länder deutlich stärker inflationieren müssen. Vgl. H.-W. Sinn: Der Euro: Von der Friedensidee zum Zankapfel, München 2015, S. 141 ff., 401 ff.

22 O. Blanchard, a.a.O.; S. Dullien, U. Fritsche, a.a.O.

Title: *Monetary Policy in the Heterogeneous Currency Area and the Open Question of Convergence*

Abstract: *From the beginning of EMU, it has been obvious that the currency area does not constitute an optimum currency area. Instead, hope was put on further convergence after its start. Yet, thus far there is no sign of area-wide convergence. In light of the continuing crisis, which is above all a crisis of missing competitiveness, the claim for convergence is also obsolete, because the divergent development of earlier years must first be equalised via divergent development in the opposite direction..*

JEL Classification: E31, E52