

Professor Dr. Axel A. Weber

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Deutschland in der Währungsunion

ZEW Wirtschaftsforum 2006

in Mannheim

am 23. Juni 2006

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Begrüßung	2
2	7½ Jahre Währungsunion: Eine Erfolgsgeschichte.....	2
3	Veränderte Anforderungen an die übrigen Politikbereiche.....	6
4	Wirtschaftliche Perspektiven Deutschlands	8
5	Die Diskussion um zu hohe Realzinsen für Deutschland.....	11
6	Realwirtschaftliche Heterogenitäten im Euro-Raum.....	16
7	Zur aktuellen Geldpolitik	18

1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren,

geldpolitische Fragen spielen traditionell eine wichtige Rolle auf dem ZEW-Wirtschaftsforum. Seit dem Inkrafttreten der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion sind nunmehr 7½ Jahre vergangen. Dies ist ein hinreichend langer Zeitraum, um eine erste Bilanz zu ziehen. Welche Hoffnungen haben sich erfüllt, wo sind Probleme zu konstatieren? Welche Erfahrungen hat insbesondere die deutsche Volkswirtschaft im gemeinsamen Währungsraum gemacht? Und schließlich: Was sind die wesentlichen Herausforderungen an die aktuelle Geldpolitik?

2 7½ Jahre Währungsunion: Eine Erfolgsgeschichte

Eine Bilanz der bisherigen Erfahrungen mit der Währungsunion setzt voraus, dass klar definiert wird, welche Hoffnungen man berechtigterweise an die gemeinsame Währung richten durfte und darf. Meine Liste umfasst drei Punkte:

1. Ist der Euro eine inhärent stabile Währung in der Tradition seiner erfolgreichsten Vorgänger?
2. Hat die gemeinsame Währung über den Wegfall des Wechselkursrisikos den innereuropäischen Handel befördert?
3. Hat die Währungsunion zu einem Zusammenwachsen der zuvor segmentierten Finanzmärkte geführt?

Meine Antwort auf jede dieser drei Fragen ist ein klares Ja! Die Währungsunion ist eine Erfolgsgeschichte. Dies sollte aber nicht zu Selbstzufriedenheit führen: Es gibt hinreichend Felder, auf denen noch Hausaufgaben zu erledigen sind. Doch insgesamt gilt es festzuhalten: Das Bild der bisherigen Erfahrungen weist deutlich mehr Licht als Schatten auf.

Geldwertstabilität: Das Preisniveau im Euro-Raum ist seit 1999 im Jahresdurchschnitt mit geringfügig über 2% angestiegen. Dies bedeutet zwar in sechs von sieben Jahren eine marginale Verletzung der Eurosystem-Definition von Preisstabilität, eine solche ex-post Betrachtung muss aber auch die nicht unerheblichen Preisschocks der vergangenen Jahre berücksichtigen. Insbesondere die Ölpreissteigerungen haben merklich negativen Einfluss auf die Preisstabilität gehabt. Rohöl der Sorte Brent kostete Ende 1998 gerade einmal 10 USD das Barrel, mittlerweile sind es über 70 USD. Darüber hinaus kam es im Nahrungsmittelbereich zu temporären Preisanstiegen im Verlauf der BSE-Krise 2001.

Korrigiert man um die Effekte derartiger Schocks, die zumindest teilweise von der Geldpolitik angesichts ihrer Wirkungsverzögerungen nicht korrigiert werden können, dann ist die Preisniveauentwicklung mit durchschnittlich 1,8 % pro Jahr seit 1999 vereinbar mit der Definition von Preisstabilität.

Allerdings ist diese Kernrate der Inflationsentwicklung nicht der für die Zielerreichung des Eurosystems relevante Maßstab der Preisentwicklung; dies bleibt der umfassende Harmonisierte Index der Verbraucherpreise (HVPI). Am aktuellen Rand liegt die entsprechende Jahresrate hier im Mai bei 2,5%, also deutlich oberhalb der Definition von Preisstabilität im Euro-Raum. Vor diesem Hintergrund ist Wachsamkeit seitens der Geldpolitik geboten.

Und auch die langfristigen Inflationserwartungen sind seit Beginn der dritten Stufe weitgehend solide verankert. Dies auch in Zukunft sicherzustellen, hat im gegenwärtigen Umfeld geldpolitisch höchste Priorität.

Der in den vergangenen Jahren erreichte Grad an Geldwertstabilität im Euro-Raum ist selbst in einem Vergleich mit den deutschen Erfahrungen mehr als positiv. So lag beispielsweise die deutsche Verbraucherpreis-inflation im Jahresdurchschnitt von 1960 bis 1998 bei etwas über 3% - und in keiner der Dekaden von 1960 bis 1990 wurde eine dem Euro-Raum seit 1999 vergleichbar niedrige Geldentwertung erreicht.

Die niedrigen Inflationsraten der letzten Jahre sind auch vor dem Hintergrund eines weltweiten Rückgangs der Inflation zu sehen. Hier spielen sicherlich globale Wettbewerbseinflüsse eine Preis dämpfende Rolle. Allerdings dürfte auch für den globalen Rückgang der Inflation die stärkere Stabilitätsorientierung der Geldpolitik der dominierende Faktor sein. Insofern ist auch unter Einbeziehung dieses Aspekts die bisherige Bilanz an Geldwertstabilität im Euro-Raum zuallererst ein Erfolg der einheitlichen Geldpolitik.

Dies darf allerdings keine Rechtfertigung für Selbstzufriedenheit sein. In ihnen drückt sich zwar ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit der Geldpolitik des Eurosystems aus. Glaubwürdigkeit ist allerdings eine Errungenschaft, die die Geldpolitik kontinuierlich sichern muss. Dies gilt gerade im gegenwärtigen Umfeld. Auf diesen Punkt werde ich noch zu sprechen kommen.

Handelseffekte: Mit der Währungsunion und dem Wegfall von Transaktionskosten und Wechselkursrisiken verband sich die Hoffnung einer stärkeren Preistransparenz und letztlich einer Stärkung des innereuropäischen Handels. Diese Erwartungen haben sich weitgehend erfüllt. Schätzungen der handelsschaffenden Wirkungen der Währungsunion kommen zwar zu unterschiedlichen, überwiegend jedoch signifikant positiven Wer-

ten. Wenigstens 5% mehr Handel zwischen den Euro-Mitgliedstaaten durch die Einführung werden dabei geschätzt, zum Teil sogar noch deutlich mehr. Die breite Spannweite solcher Schätzungen zeigt allerdings die hohe Unsicherheit, mit der solche Schätzungen verbunden sind. Für Deutschland hat beispielsweise der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in seinem jüngsten Jahresgutachten einen Handelszuwachs durch die Euro-Einführung von knapp 18% geschätzt.

Integration der Finanzmärkte: Neben einer höheren Gütermarktintegration wurden mit dem Euro positive Wirkungen auf das Zusammenwachsen der europäischen Finanzmärkte erhofft. Da effizientere Finanzmärkte empirisch gesichert das allgemeine Wirtschaftswachstum stärken, war dies neben Preisstabilität und Handel der dritte große Transmissionskanal einer gemeinsamen Währung auf die langfristigen Perspektiven der Realwirtschaft.

Auch hier ist die Bilanz weitgehend positiv. Die europäischen Finanzmärkte sind in den vergangenen Jahren auf wichtigen Segmenten breiter und liquider geworden. Als Faustregel kann gelten: Die Integration hat dort besonders zugenommen, wo die Nähe zur gemeinsamen Geldpolitik besonders ausgeprägt ist.

So ist der Geld- und Rentenmarkt weit stärker zusammengewachsen als die Aktienmärkte. Zum Beispiel ist der Tagesgeldsatz für unbesicherte Ausleihungen im Interbankengeschäft in allen Euro-Mitgliedstaaten nahezu gleich hoch. Die Standardabweichung im Ländervergleich liegt bei etwa einem Basispunkt – im Vergleich zu mehr als 100 Basispunkten vor der Währungsunion.

Auch auf dem Anleihemarkt zeigt die Gemeinschaftswährung deutlich ihre integrative Wirkung, das gilt besonders für den Bereich der Staatsanlei-

hen, in zunehmendem Maße aber auch für Unternehmensanleihen. Auch auf den Aktienmärkten verlieren Heimatlandpräferenzen an Bedeutung und auch daran hat der Wegfall von Transaktionskosten und Währungsrisiken seinen Anteil. So ist zum Beispiel der Anteil nichtinländischer Aktien in den Portfolios von Investmentfonds des Euro-Raums von 40% im Jahre 1995 auf 70% im Jahre 2003 angewachsen.

Und mit Blick auf die Akteure an den Finanzmärkten sind die Großhandelsgeschäfte stärker europaweit vereinheitlicht worden, als sich dies für das kleinteiligere Retailgeschäft feststellen lässt.

3 Veränderte Anforderungen an die übrigen Politikbereiche

Mit der dritten Stufe der Währungsunion ist die Verantwortung für die Geld- und Währungspolitik von der nationalen auf die supranationale, die europäische Ebene übergeben worden. Zweifellos ist den Mitgliedstaaten damit ein bedeutsames Instrument zur Anpassung ihrer Volkswirtschaften an spezifische Entwicklungen abhanden gekommen.

Zu bedenken gilt es dabei freilich, dass auch vor der Währungsunion viele Mitgliedstaaten keine eigenständige Geldpolitik praktizierten, sondern sich an der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank orientierten. Und den Möglichkeiten zu unilateralen Wechselkursänderungen waren durch das Europäische Wechselkurssystem enge Grenzen gesetzt.

Gleichzeitig verblieb die Fiskalpolitik in nationaler Autonomie. Somit stünde diese den Mitgliedstaaten weiterhin als Anpassungsmechanismus im Falle asymmetrischer Schocks zur Verfügung. Zum Schutz der Stabilität der gemeinsamen Währung war jedoch eine institutionelle Begrenzung der mitgliedstaatlichen Verschuldung unumgänglich. Die Mitgliedstaaten können sich nun auf einem nahezu vollständig integrierten Kapitalmarkt verschulden. Kehrseite der Kapitalmarktintegration ist aber, dass damit die

disziplinierende Wirkung höherer Zinssätze auf sich übermäßig verschuldende Mitgliedstaaten nachlässt. In einer Währungsunion besteht mithin die Gefahr, dass die Kosten übermäßiger Verschuldung zu einem gewissen Teil externalisiert werden.

Deshalb war es notwendig und richtig, in Ergänzung zum Maastrichter Vertrag den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu beschließen. Leider haben die Mitgliedstaaten ziemlich schnell nach dem Erreichen der dritten Stufe der Währungsunion bei der Haushaltskonsolidierung den Elan verloren. Mittlerweile befinden sich 12 von 25 Ländern der Europäischen Union, darunter fünf Mitgliedstaaten der EWU, in einem Defizitverfahren. Am längsten läuft das Defizitverfahren gegen Deutschland.

Die bisherigen Erfahrungen mit dem finanzpolitischen Regelwerk sind der Bereich, in dem die Erwartungen an eine stabilitätsorientierte und nachhaltige Politik in allzu vielen Fällen enttäuscht wurden. Dies gilt auch und gerade für Deutschland.

Deutschland wird in diesem Jahr den offiziellen Prognosen der EU-Kommission nach zum fünften Mal in Folge die zulässige Defizitquote von 3% des BIP überschreiten. Erst im Jahre 2007 soll das gesamtstaatliche Defizit unter die 3%-Grenze sinken. Die Annahmen der Kommission erscheinen mir hier eher konservativ. Mit dem entsprechenden konjunkturellen Rückenwind und finanzpolitischen Willen kann es bereits in diesem Jahr zu einem Unterschreiten kommen.

Das aggregierte Budgetdefizit im Euro-Raum wird sich nach der Prognose der EU-Kommission 2006 voraussichtlich auf 2,4% des EWU-BIP belaufen, für 2007 wird es auf 2,3% geschätzt. Angesichts der gegenwärtig positiven Konjunktorentwicklung wäre dies ein enttäuschender Stillstand im strukturellen Konsolidierungsprozess. Schließlich war es gerade die von den Befürwortern einer Paktreform erklärte Absicht, den präventiven Arm

des Regelwerks zu stärken, also in konjunkturell guten Zeiten mehr zu sparen. Diese Hoffnung erfüllt sich angesichts der aktuellen Entwicklungen meiner Ansicht nach nicht.

Dabei sind die Defizite vor allem strukturell bedingt. In Deutschland liegt das strukturelle Defizit dem aktuellen Stabilitätsprogramm zu Folge bei 3%. Erst 2007 soll es – bedauerlicherweise auch dank der kräftigen Mehrwertsteuererhöhung – um etwa einen Prozentpunkt sinken. Solange aber ein großer Anteil der Defizitobergrenze von der strukturell bedingten Komponente in Anspruch genommen wird, besteht wenig Spielraum für konjunkturelle Budgetelastizität. Insoweit ist die nationale Fiskalpolitik als Stabilisierungsinstrument – unabhängig von der Frage ihrer grundsätzlichen Eignung – bei einem erneuten Abschwung restringiert. Eine durchgreifende strukturelle Konsolidierung ist demnach gerade auch zur Zurückgewinnung kurzfristiger Haushaltsspielräume unabdingbar.

Neben der Finanzpolitik kommt auch anderen Bereichen der Makropolitik eine gesteigerte Rolle im Anpassungsprozess an spezifische Wirtschaftsentwicklungen zu. Von großer Bedeutung ist hier die Lohnpolitik: Überzogene Lohnsteigerungen in einem Mitgliedstaat und ihre negativen Auswirkungen können in einer Währungsunion nicht mehr durch Abwertung der Landeswährung kompensiert werden. Sie führen damit zu einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsposition dieser Volkswirtschaft auf den Weltmärkten.

4 Wirtschaftliche Perspektiven Deutschlands

Das Wachstum der Nominallohne seit 1995 liegt hierzulande um 10% unter dem des Euro-Raums. Eine zurückhaltende Tarifpolitik wurde hierbei in den letzten Jahren durch eine noch verhaltenere Dynamik der Effektivverdienste und dementsprechend durch eine negative Lohndrift noch verstärkt. Die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten sind in den beiden

vergangenen Jahren leicht gesunken, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft hat sich in den vergangenen zehn Jahren dank der Lohnmoderation um gut 18% verbessert – sie ist nun etwa 6½% besser als im langfristigen Durchschnitt.

Diese Entwicklung lässt sich als ein Anpassungsprozess an die seit Mitte der 90er Jahre immer deutlicher erkennbar gewordenen strukturellen Herausforderungen der deutschen Volkswirtschaft begreifen. Deren sichtbarster Ausdruck findet sich in den beiden wechselseitig verschränkten Problemen eines schwachen Potenzialwachstums und einer anhaltend hohen strukturellen Arbeitslosigkeit.

Beide letztgenannten Faktoren haben primär heimische Ursachen, sind also nicht, wie oftmals behauptet, Resultat der Globalisierung. Im Gegenteil, die außenwirtschaftliche Entwicklung stellte über lange Zeit das einzig belebende Element einer ansonsten blutleeren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dar.

Deutschland ist das einzige Land des Euro-Raums, in dem der kumulierte Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags, also der Netto-Exporte, seit 1999 den Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage überstieg. Dies ist zum einen Ergebnis eines starken Exportwachstums. So haben sich die deutschen Warenexporte seit 1995 mehr als verdoppelt. Zum anderen zeigt sich hierin über die Importseite aber auch die schwache Entwicklung der Binnenwirtschaft. Der Anteil des Außenbeitrags in der Verwendung des BIP in jeweiligen Preisen ist von 0,4% im Jahr 2000 auf 5,0% im Jahr 2005 angestiegen. Von 22% auf 17% zurückgegangen ist im gleichen Zeitraum indessen der Anteil der Bruttoinvestitionen.

Das vor dem Hintergrund üblicher Konjunkturmuster zu erwartende Überspringen der Exportnachfrage auf die Investitionsgüternachfrage ist vergleichsweise lange ausgeblieben. Seit einigen Quartalen zieht aber die

Nachfrage nach Ausrüstungsgütern an. Insoweit befindet sich die deutsche Volkswirtschaft in der zweiten Phase des Aufschwungs. Dies wird gestützt durch die positive Entwicklung in der Industrie. Und auch im Bau könnte sich in diesem Jahr erstmals eine gewisse Entspannungstendenz abzeichnen.

Alles in allem dürfte unserer Einschätzung nach die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr mit 1 ½ % wachsen. Dies entspricht unserer Einschätzung des deutschen Potenzialwachstums.

Schwachpunkt der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bleibt hingegen der private Konsum – trotz einer erfreulichen Dynamik im ersten Quartal, die aber angesichts der vorherigen Rückgänge nicht überbewertet werden sollte. Wenngleich in der zweiten Jahreshälfte steuerlich bedingte Vorzieheffekte positive Impulse entfalten werden, so bleibt die Verbrauchskonjunktur gleichwohl verhalten.

Entscheidend für einen nachhaltigen Aufschwung des privaten Konsums ist die Entwicklung am Arbeitsmarkt. Hier ist aktuell zwar eine leichte Entspannung zu verzeichnen. Die Zahl der Arbeitslosen lag im Mai um 350.000 Personen unter dem Vorjahreswert. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit schlägt sich gleichwohl noch nicht wesentlich in steigender Beschäftigung nieder. Die Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung zeigt erst für März ein leichtes Plus im Vorjahresvergleich.

Dämpfend auf den privaten Verbrauch wirkt auch das im kommenden Jahr wirksam werdende Fiskalpaket der Bundesregierung, hier vor allem die Erhöhung der Umsatzsteuer. Es wird die gesamtwirtschaftliche Zuwachsrate 2007 auf rund 1 % drücken. Das BIP-Wachstum liegt damit rechnerisch um ¾ Prozentpunkte niedriger als ohne diese Maßnahmen. Hier ist allerdings eine klärende Anmerkung angebracht. In dieser Zahl drückt sich gleichzeitig auch ein Vergleich „mit und ohne Konsolidierungsmaßnah-

men“ aus. Eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Deutschland ist jedoch dringend geboten, sollte jedoch stärker auf der Ausgabenseite ansetzen. Auch dies hätte vermutlich kurzfristig einen die Konjunktur dämpfenden Effekt, würde jedoch die durch die Energieverteuerung ohnehin belasteten Preisperspektiven nicht zusätzlich eintrüben..

Entscheidender als der temporäre konjunkturelle Effekt ist ferner der Umstand, dass die einnahmeseitigen Maßnahmen dämpfende Wirkungen auf den mittelfristigen Wachstumspfad ausüben. Im Vergleich dazu verbessert mittel- bis langfristig hingegen eine entschiedener ausgabenseitige – anders als eine primär einnahmenseitige - Konsolidierung die wirtschaftlichen Wachstumsbedingungen. Diese Bewertung steht nicht im Widerspruch zu der Tatsache, dass die fiskalischen Maßnahmen die Einnahmenquote lediglich stabilisieren werden. Denn sinnvoller als Kompensationsmaßnahmen im Bereich der Einnahmen wäre eine stärkere Zurückführung der Ausgabenquote.

Zusammenfassend ergibt sich für die deutsche Volkswirtschaft das folgende Bild: Im Unternehmenssektor haben sich die Ausgangsbedingungen verbessert. Hiervon profitiert neben einer seit geraumer Zeit lebhaften Exportkonjunktur über die Investitionsnachfrage zunehmend auch die Binnenwirtschaft. Der unterliegende Wachstumstrend bleibt hingegen verhalten- und dies trotz einer im längerfristigen Vergleich sehr lebhaften Weltwirtschaft. Die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland bleibt auch im kommenden Jahr hinter derjenigen des Euro-Raums zurück.

5 Die Diskussion um zu hohe Realzinsen für Deutschland

Das schwache deutsche Wachstum bei gleichzeitig robuster Exportkonjunktur hat zu vielfältigen Debatten Anlass gegeben.

In einer Diskussion um die bisherigen Erfahrungen mit der Währungsunion wäre es eigentlich kein Thema, wenn nicht immer wieder Stimmen laut würden, die das schwache deutsche Wachstum auf die Rahmenbedingungen der Währungsunion zurückführten.

Diese These eines angeblichen deutschen Stabilitätsopfers kursiert in verschiedenen politischen Lagern. Ihren Kern bildet das Realzinsargument. Demnach führt die relative Preisstabilität Deutschlands in der Währungsunion zu einem Realzinsnachteil gegenüber Mitgliedsländern mit höheren Inflationsraten. Da Realzinsen eine wesentliche Triebfeder der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sind, führt dies angeblich zu einer „Bestrafung“ Deutschlands in Form niedrigeren Wachstums.

An diesem Punkt staunt der Fachmann und der Laie wundert sich. Träfe diese Behauptung ins Schwarze, dann müsste in der Tat die herkömmliche Interpretation der gesamtwirtschaftlich schädlichen Folgen von Inflation – zumindest für die Mitglieder eines Währungsverbands - in weiten Teilen neu geschrieben werden. Es würde auch die Stabilität der D-Mark als integralen Bestandteil der Erfolgsgeschichte der deutschen Volkswirtschaft in der Nachkriegszeit in Frage stellen.

Darüber hinaus hätte dies die unmittelbare Konsequenz, dass die einheitliche europäische Geldpolitik mit homogenen Nominalzinsen in der Summe destabilisierend wirken würde. Länder mit hohen Inflationsraten würden durch unangemessen niedrige Realzinsen zusätzlich stimuliert; Länder mit niedrigen Inflationsraten gedämpft.

Was ist von der These zu halten, dass das relative hohe Ausmaß an Preisniveaustabilität mit für die schwache Wirtschaftsentwicklung Deutschlands verantwortlich sei? Nichts, wenn Sie mich fragen.

Das Realzinsargument ist meiner Ansicht nach aus einer Reihe von methodischen/empirischen wie theoretischen Gründen nicht stichhaltig:

1. Methodik/ Empirie: Der behauptete Realzinsnachteil Deutschlands stellt sich bei genauer Betrachtung als quantitativ nicht sehr bedeutsam dar. Entscheidend sind ex ante-Realzinsen und nicht ex post-Realzinsen, und ex ante sind die Realzinsdifferenzen im Euro-Raum deutlich niedriger.
2. Theorie und Empirie: Es gibt gegenläufige Effekte zum Realzinseffekt, allen voran den realen Wechselkurseffekt.

Zum ersten Argument: Es ist keine sinnvolle Methode, den Einfluss von Realzinsdifferenzen auf die Investitionstätigkeit auf Basis von tatsächlich realisierten Realzinsen zu messen. In die Berechnung dieser ex post-Realzinsen gehen nämlich die realisierten Teuerungsraten der Vergangenheit ein. Investitionsentscheidungen basieren aber nicht auf Vergangenheitsdaten, sondern auf Zukunftsdaten. Insofern werden bei einem sinnvollen Realzinsvergleich nicht tatsächliche Headline-Inflationsraten, die zum Beispiel durch vorübergehende Preisschocks verzerrt sein können, vom Nominalzinsniveau subtrahiert, sondern Inflationserwartungen.

So berechnete ex ante-Realzinsen liegen in Deutschland jedoch deutlich weniger über dem Durchschnitt des Euro-Raums als die ex post berechneten. Das liegt daran, dass die Inflationserwartungen über den Euro-Raum weit weniger streuen als die realisierten Teuerungsraten.

Für den Zeitraum seit Beginn der Währungsunion macht der Unterschied zwischen Deutschland und dem Euro-Raum rund $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt aus. Diese geringe Realzinsdifferenz kann schwerlich das relativ schwache Wachstum der deutschen Volkswirtschaft erklären.

Schließlich ist es in diesem Zusammenhang auch vielfach nicht sachgemäß, Realzinsen auf Basis der Verbraucherpreisinflation zu berechnen, da

Investitionsentscheidungen stärker von der erwarteten Entwicklung der Absatzpreise der investierenden Unternehmen beeinflusst werden als von Konsumentenpreisen. Zieht man beispielsweise die Erzeugerpreise heran, so ist die Heterogenität im Euro-Raum deutlich geringer als bei den Verbraucherpreisen. Die deutschen Erzeugerpreise haben sich ähnlich dem Durchschnitt, teilweise sogar mit höherer Dynamik entwickelt. Soviel zu meinen methodischen und empirischen Zweifeln, die das Realzinsargument bereits erheblich entkräften.

Ökonomisch fundamentaler ist indes mein zweites Argument: Einem theoretisch denkbaren Realzinseffekt stehen insbesondere in einer Währungsunion kompensierende, ja in der Regel sogar überkompensierende Effekte der Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, also des realen Wechselkurses, gegenüber.

Veränderungen des realen Wechselkurses innerhalb einer Währungsunion ergeben sich ausschließlich über Veränderungen der relativen Preisentwicklungen zwischen den beteiligten Ländern. Es entfällt mithin die Möglichkeit im Falle einer höheren Zunahme des Inlandspreisniveaus – zum Beispiel durch überzogene Lohnabschlüsse –, durch eine nominale Abwertung der eigenen Währung eine reale Aufwertung zu verhindern, um so die heimische Wirtschaft zu schützen.

Erlebt ein Land eine unterdurchschnittliche Preisentwicklung – was für Deutschland zutrifft –, führt dies zu einer realen Abwertung, was gleichbedeutend ist mit einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes.

Als geeignete Indikatoren zur Messung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit können die (von der Deutschen Bundesbank ermittelten) Deflatoren des Gesamtabsatzes oder die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten herangezogen werden. Gemessen an den Deflatoren des Gesamtabsatzes

satzes hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber den anderen Volkswirtschaften des Euro-Raums seit Anfang 1999 um 10% verbessert. Und auch gemessen an den gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten hat sich die deutsche Wettbewerbsposition im vergangenen Jahrzehnt erheblich verbessert.

Vergleicht man die gegenläufigen Wirkungen des Realzinseffekts und des realen Wechselkurseffekts, ist die kumulative Wirkung des realen Wechselkurseffekts von besonderer Bedeutung. Während der Realzinseffekt immer nur in dem Maße der aktuellen Realzinsdifferenz wirksam ist, verbessert sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Zeitablauf kumulativ. Ab einem bestimmten Zeitpunkt wird der Wechselkurseffekt den Realzinseffekt also überkompensieren. Dies ist nicht nur eine theoretische Überlegung: Eigene Simulationen mit dem ökonometrischen Modell der Bundesbank zeigen, dass der Wettbewerbseffekt auch empirisch bereits nach kurzer Zeit greift und den Realzinseffekt überwiegt.

Zusätzlich stimulierend auf das Land mit der niedrigeren Inflationsrate wirkt in diesem Zusammenhang ebenfalls ein Einkommenseffekt: In dem Land mit niedrigeren Realzinsen führt die gesamtwirtschaftliche Expansion zu zusätzlicher Importnachfrage.

Und noch eine Bemerkung zu den hohen Realzinsen in Deutschland: Das Argument übersieht gänzlich die zahlreich dokumentierten schädlichen Wirkungen einer höheren Inflation auf die Ressourcenallokation. Grund hierfür ist unter anderem das völlige Ausblenden der Analyse der möglichen Ursachen der Inflation.

Zu welch absurden Befunden es führt, wenn man das Realzinsargument zum Nennwert nimmt, verdeutlicht das Beispiel Deutschlands im kommenden Jahr. Dann ist aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung und anderer fiskalischer Maßnahmen mit einer zusätzlichen Teuerung in Deutsch-

land um $1 \frac{1}{4}$ Prozentpunkte zu rechnen. Die deutsche HVPI-Inflationsrate wird dann erstmals seit Beginn der dritten Stufe der EWU den europäischen Durchschnitt übertreffen. Deutschland wird somit im EWU-Vergleich einen niedrigeren ex-post Realzins bekommen. Einen Wachstumsimpuls wird die deutsche Wirtschaft davon freilich nicht bekommen. Vielmehr ist – wie bereits erwähnt - mit einer Dämpfung der Konjunktur zu rechnen.

Diese einfache Logik ist zwingend. Ich würde mir daher wünschen, dass das Realzinsargument ersatzlos aus den Reden mancher Wirtschaftspolitiker gestrichen würde.

6 Realwirtschaftliche Heterogenitäten im Euro-Raum

Das Realzinsargument impliziert eine zusätzliche Möglichkeit der empirischen Überprüfung: Dauerhafte Realzinsdifferenzen im Euro-Raum müssten der Theorie zufolge zu zunehmenden Divergenzen der Inflationsraten und der Wachstumsraten innerhalb des Währungsgebiets führen, quasi einen realwirtschaftlichen Divergenzprozess befördern. Tatsächlich zeigen die Streuungsmaße der realwirtschaftlichen Indikatoren der EWU-Mitgliedstaaten aber keine zunehmende Heterogenität seit Beginn der dritten Stufe der EWU.

Die Inflationsheterogenität innerhalb des Euro-Raums hat vor allem im Vorfeld der dritten Stufe der Währungsunion abgenommen. Am Beginn der Konvergenzprozesses Ende 1990 lag die ungewichtete Standardabweichung in den Inflationsraten der späteren zwölf EWU-Mitgliedstaaten bei sechs Prozentpunkten. Anfang 1999 lag die Streuung bei knapp über einem Prozentpunkt. Seitdem liegt die Standardabweichung bei mehr oder weniger als einem Prozentpunkt, ohne erkennbare Tendenz zu steigen oder zu fallen.

Die vorhandene Heterogenität in den Inflationen und BIP-Wachstumsraten ist auch nicht signifikant größer als in vergleichbaren Währungsräumen wie beispielsweise den Regionen der Vereinigten Staaten. So zeigt ein Vergleich der Streuungswerte der Inflation im Euro-Raum mit den entsprechenden Werten der 14 Ballungszentren der USA, die ja der Einwohnerzahl nach einen etwas kleineren Währungsraum darstellen, ähnliche Standardabweichungen um einen Prozentpunkt.

Die Wachstumsraten des BIP in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums weisen zudem mittlerweile eine geringere Streuung gegenüber dem Start der Währungsunion auf.

Genauere Untersuchungen der den Wachstumsdifferenzen zwischen den Ländern des Euro-Raums unterliegenden Ursachen zeigen eine deutlich abnehmende zyklische Komponente. Dies deutet somit darauf hin, dass die Währungsunion zu einer zunehmenden Synchronisierung der Konjunkturzyklen beigetragen hat.

Hauptkomponente der noch vorhandenen Wachstumsdifferenzen zwischen den Ländern des Euro-Raums sind damit Unterschiede im Trendwachstum. Diese lassen sich neben Unterschieden in der demographischen Entwicklung auf Unterschiede im Stand der Umsetzung von Strukturereformen und des Grads der Flexibilisierung der Güter- und Arbeitsmärkte zurückführen.

Hier liegen die tieferen Ursachen der deutschen Wachstumsschwäche, nicht in zu hohen Realzinsen. Es mag zwar wohlfeil sein, dem Eurosystem und der gemeinsamen Währung die Verantwortung zuzuschreiben, sachlich sind die Argumente allerdings nicht zutreffend.

Um die deutsche Wachstumsschwäche zu überwinden, ist die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes sowie die Reform der Sozialversicherungssysteme und des Steuersystems von zentraler Bedeutung. Jedes dieser The-

men wäre einen eigenen Vortrag wert. Ich möchte es jedoch bei diesem generellen Reformappell belassen und zum Abschluss meines Vortrages noch die Gelegenheit nutzen, ein paar Bemerkungen zu den aktuellen geldpolitischen Entscheidungen zu machen.

Die Einrichtung einer Währungsunion ist mit dem Verzicht auf eine autonome Geld- und Währungspolitik verbunden. Die Geldpolitik kann sich nicht nach den Belangen einzelner Mitgliedstaaten ausrichten, sie muss den Blick auf das gesamte Währungsgebiet richten und nach der Devise „one size must fit all“ handeln. Erleichtert wird eine solche Geldpolitik durch eine möglichst große realwirtschaftliche Homogenität der Teilnehmerländer.

Der empirische Befund einer gewissen nationalen Heterogenität in den wesentlichen makroökonomischen Variablen im Euro-Raum steht einer einheitlichen Geldpolitik nicht entgegen. Die Politik des Eurosystems hat sich an der Betrachtung des Euro-Raums als Ganzem zu orientieren und getreu ihrem Mandat, Risiken für die Preisstabilität zu identifizieren und entgegenzutreten.

7 Zur aktuellen Geldpolitik

Wir haben – wie sie wissen – im EZB-Rat auf unserer Sitzung am 8. Juni beschlossen, den geldpolitischen Leitzinssatz um 25 BP auf nunmehr 2,75% anzuheben.

Die Begründung dieser Entscheidung beruht auf beiden Säulen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, die beide zunehmende Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität signalisieren.

Im Bereich der wirtschaftlichen Analyse deuten die verfügbaren Indikatoren auf einen an Breite und Dauerhaftigkeit gewinnenden Aufschwung im Euro-Raum hin. Die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen signali-

sieren mittelfristig ein gesamtwirtschaftliches Expansionstempo in Höhe des Potenzialwachstums. Maßgebliche Stützen sind die robuste Weltwirtschaft sowie die vor dem Hintergrund weiterhin günstiger Finanzierungsbedingungen und der guten Ertragslage zunehmenden Investitionen.

Die aus der wirtschaftlichen Analyse resultierende Einschätzung des Basisszenarios der kurz- bis mittelfristigen Preisentwicklung signalisiert die Gefahr eines Überschreitens der Obergrenze für Preisstabilität in diesem und im kommenden Jahr. Zudem sind die sich aus dieser Perspektive ergebenden Risiken für das Basisszenario nicht symmetrisch, sondern aufwärtsgerichtet. Ursächlich hierfür sind die Unsicherheit über die weitere Entwicklung an den Energie- und Rohstoffmärkten, mögliche stärkere indirekte Effekte des vergangenen Energiepreisanstiegs sowie die Gefahr von Zweitrundeneffekten im Bereich der Lohnentwicklung. Zusätzliche Risiken entstehen aus Unsicherheiten über weitere Anhebungen bei administrierten Preisen und indirekten Steuern.

Die komplementäre monetäre Analyse bestätigt und bekräftigt die Risiken für die Preisstabilität in der mittleren bis langen Frist. Eine vor allem durch das weiterhin niedrige Zinsniveau getriebene Dynamik im Geldmengen- und Kreditwachstum deutet auf merkliche mittel- bis langfristige Risiken für die Preisstabilität hin.

Vor diesem Hintergrund war eine Anpassung der Leitzinsen angebracht. Die Geldpolitik des Eurosystems bleibt auch danach noch sehr akkommodierend. Die kurzfristigen Zinsen sind nominal weiterhin niedrig und real nach wie vor in der Nähe von Null. Daher ist es angemessen, bei einer Bestätigung unseres Basisszenarios für Wachstum und Inflation die Rücknahme des monetären Stimulus fortzusetzen.

Gemessen anhand von indexierten Anleihen sind die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Raum im Verlauf dieses Jahres leicht gestiegen

und liegen nun mit 2,2% oberhalb der Grenze für Preisstabilität. In der gegenwärtigen Situation hat der EZB-Rat in seinen Entscheidungen vor allem Sorge dafür zu tragen, dass die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen mit Preisstabilität vereinbar bleiben. Dazu ist meines Erachtens Wachsamkeit geboten.

Die in den großen Wirtschaftsräumen beobachtbare Straffung der Geldpolitik wurde in den vergangenen Wochen von Preiskorrekturen an den internationalen Finanzmärkten begleitet. Hierbei handelt es sich meiner Ansicht nach um eine nicht überraschende Entwicklung. Risikoprämien auf einzelnen Märkten sind in der jüngeren Vergangenheit auf sehr niedrige Niveaus gesunken. Insoweit Risikoaspekte in den letzten Wochen wieder verstärkt Einzug in das Kalkül der Investoren gehalten haben, ist eine damit verbundene Marktanpassung gerade im Gefolge einer monetären Straffung eine nicht unübliche Begleiterscheinung. Sie sollte im Ergebnis zu einer nachhaltigeren Bepreisung der jeweiligen Risiken führen.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *