Euro-Bewährungsprobe steht noch vor uns

Hans Kaufmann, Kaufmann-Research AG, Wettswil

Seit der Einführung des Euro per 1.1.1999 wird der Wettbewerb innerhalb der Eurozone nicht mehr durch Wechselkursverschiebungen verzerrt. Die Geldpolitik für die Euro-Zone wird zentral von der EZB festgelegt, so dass auch die Zinssätze, von Bonitätsdifferenzen abgesehen, innerhalb der 12 Länder identisch sind. Ferner wurde mit der Begrenzung der staatlichen Neuverschuldung auf 3% des BIP eine Gleichschaltung der Fiskalpolitik der 12 Euro-Länder angestrebt. Trotz dieser Massnahmen zur Harmonisierung der Konjunktur, die eine Voraussetzung für eine flächendeckende, einheitliche Geldpolitik ist, sind in nur sechs Jahren signifikante Unterschiede der wirtschaftlichen Entwicklung feststellbar, auch wenn die Daten des Jahres 2004 teilweise erst auf provisorischen Angaben basieren.

Die Neuverschuldung der Euro-Länder erreichte in diesen sechs Jahren gemessen am BIP in Griechenland mit 24% das grösste Ausmass, aber auch Frankreich mit 16%, Deutschland 14% und Italien 13% forcierten mit staatlichen Defiziten ihr Wirtschaftswachstum auf Kosten der nächsten Generation. Trotz Maastrichter Kriterien haben in diesen sechs Jahren bereits die Hälfte der Euro-Länder diese Verschuldungsobergrenze ein oder mehrere Male überschritten. Auch wenn die Staatsdefizite der USA in den letzten zwei Jahren die 4%-Markte überschritten, addiert sich deren Fehlbetrag in der Vergleichsperiode auf nur 10%. Mit 43% des BIP fielen die kumulierten Staatsdefizite in Japan am höchsten aus. Trotz übermarchender Defizitwirtschaft schnitten gerade diese Volkswirtschaften bezüglich Wirtschaftswachstum aber unterdurchschnittlich ab. Weder Frankreich (1,7%) noch Deutschland (1,2%) oder Italien (1,0%) vermochten pro Kopf gerechnet ihr BIP real um mehr als 2% zu steigern, was Voraussetzung für einen Abbau der hohen Arbeitslosigkeit in diesen Ländern wäre. Als Wachstumsmärkte erwiesen sich hingegen Irland (+ 4,3%) und Finnland (+ 3,2%), die staatliche Budgetüberschüsse in Höhe von 8% bzw. 23% erzielten. Da das Bevölkerungswachstum in Irland infolge Einwanderung mit 1,5% und auch in Luxemburg (+ 1,1%) und in Spanien (+ 0,7%) weit höher ausfiel als im EU-Durchschnitt (0,3%), erzielten diese Länder zusätzliche Wachstumsimpulse. Während Irland zwischen 1999 bis 2004 ein Realwachstum von 41% vorlegte, brachte es Deutschland nur auf 8%, die Schweiz sogar nur auf 4%. Insgesamt erzielten nur 4 der 12 Euro-Länder ein Wachstum, das über jenem der USA (3,1%) lag, nämlich Irland (5,9%), Griechenland (3,6%), Finnland (3,2%) und Spanien (3,1%).

Einige dieser Länder konnten anfänglich überdurchschnittlich vom starken Zinsrückgang im Euro-Raum profitieren, zumal die Zinssätze auf das Niveau von Deutschland fielen. Es konnten somit alle Euro-Länder stärker vom Zinsabbau profitieren als Deutschland. Rund Dreiviertel des Zinsrückganges seit 1990 erfolgte vor Inkrafttreten des Euro. Bis zum Euro-Start verzeichneten Finnland, Spanien und Portugal am Geldmarkt Zinsabschläge von mehr als 10%, wobei sich der Euro-Durchschnitt auf 6,7% belief. Auch die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen sank bis 1998 im Euroraum um rund 6%, d.h. weit stärker als in den USA (-3,4%) oder in der Schweiz (-3,4%). Alle diese stimulierenden Marktanpassungen hätten eigentlich zu wesentlich höheren Zuwachsraten führen müssen. Seit der Euro-Einführung sind die Zinssätze zwar weiter gesunken, am Geldmarkt in den ehemaligen Hartwährungsländern um

rund 1,5%, in den ehemaligen Schwachwährungsländern um etwas mehr als 2% und am massivsten im Euro-Nachzüglerland Griechenland um 12% am Geldmarkt bzw. 4,8% am Anleihenmarkt. Nun ist aber Anpassungsprozess weitgehend abgeschlossen und andere Faktoren wie die unterschiedliche Entwicklung der Preise und Löhne spielen fortan eine entscheidende Rolle im internationalen Wettbewerb. Über die letzten sechs Jahre haben sich die zwar jährlichen bescheidenen Abweichungen zu beträchtlichen Differenzen summiert. Die durchschnittliche Inflation betrug in Deutschland 1,3%, in Irland 3,8%. Über 6 Jahre gerechnet stieg der Index der Konsumentenpreise in Deutschland um 8%, in Irland aber um 25% an. Bei den nominellen Lohnstückkosten verzeichnete Deutschland innert sechs Jahren im Vergleich zu den übrigen 22 Industrieländern eine Abnahme um fast 9% gefolgt von Oesterreich mit -5%, während Portugal einen Anstieg von 15% verbuchte.

Trotz Einheitswährung hat sich die internationale Wettbewerbsposition der einzelnen Euro-Länder somit signifikant verändert. Deshalb verwundet auch die beträchtlichen Unterschiede der Exporterfolge nicht. Während Deutschland seit 1998 mit einer Steigerung der Exporte um 51% hinter Oesterreich (+53%) knapp den zweiten Platz belegt, rangieren die Billiglohnländer Griechenland und Portugal mit Exportsteigerung um 25% bzw. 28% weit abgeschlagen, aber immerhin noch vor Frankreich (+ 22%). Bemerkenswert ist dabei die Feststellung, dass die anfänglich mit stolzen Zuwachraten aufwartenden Euro-Länder im Jahre 2004 weit unter den Durchschnitt der Eurozone (7,3%) zurückfielen. So verzeichneten die Wachstumsländer Irland und Finnland nur noch Exportzuwächse von 2% bzw. 3%. Die Ausfuhren dieser zwei ehemaligen Muster-Länder dürften 2004 sogar unter das Niveau des Jahres 2001 zu liegen kommen. Es macht den Anschein, dass der starke Anstieg der Löhne und Preise in einzelnen Ländern im Verlaufe der sechs Jahre nun die Vorteile des massiven Zinsabbaus wieder ausgeglichen hat und damit die Wettbewerbsvorteile verschwunden sind. Deutschland hat hingegen mit den rückläufigen Lohn-Stückkosten wieder einiges an Terrain im Export wettmachen können, wie die trotz starkem Eurokurs 10%ige Zunahme der Ausfuhren im Jahre 2004 zeigt. Dass Deutschlands Wirtschaft dennoch nicht in Fahrt kommt, hat vor allem mit der Binnenwirtschaft zu tun, wo die Arbeitslosigkeit optisch einen neuen historischen Höchststand von 12% erreichte und die Löhne seit zwei Jahren sinken.

Per Saldo hat der Euro die von den Politikern versprochenen Wachstumsimpulse nur teilweise gebracht und einige Länder befinden sich nun in der Euro-Falle, denn sie können die sich abzeichnenden Verluste der internationalen Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr durch Abwertungen und Zinssenkungen wettmachen. Sie sind in die Geldpolitik der EZB eingebunden. Länder wie Portugal oder Griechenland, aber auch Frankreich und Italien können auch mit der Fiskalpolitik keine Konjunkturimpulse initiieren, denn sie bewegen sich mit ihren Defiziten bereits am Limit des Höchstzulässigen. Damit dürfte die echte Bewährungsprobe für den Euro nicht hinter uns, sondern erst noch vor uns liegen.