

Der Euro, die Zinsen und das europäische Wirtschaftswachstum

Hans-Werner Sinn und Robert Koll

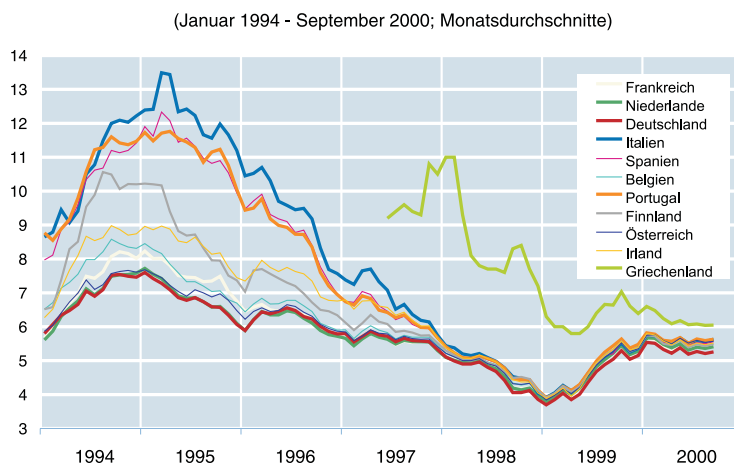
Im Euroraum haben sich die langfristigen Zinsen seit Mitte 1995 in erheblichem Maße angeglichen. Im Mai 1995 betrug der Zinsabstand zwischen Italien und Deutschland noch 6,3 Prozentpunkte, und zwischen Spanien und Deutschland lag er im April des gleichen Jahres bei gut 5 Prozentpunkten. Heute beträgt der maximale Zinsabstand (Portugal) nicht einmal 0,4 Prozentpunkte. Selbst Griechenland, das am 1. Januar 2001 zum Eurogebiet stoßen wird, hat den Zinsabstand zu Deutschland, der im März 1998 bei 6 Prozentpunkten lag, auf 0,8 Prozentpunkte verringert. Nur die Zinsen der Niederlande und Österreichs waren während des gesamten Zeitraums praktisch identisch mit jenen in Deutschland.

Auch wenn die langfristigen Zinsen seit Januar 1999 um etwa 1,5 Prozentpunkte gestiegen sind, kommen die mei-

sten der elf Euro-Länder derzeit in den Genuss von ungeohnt niedrigen Zinsen, weil die Risikoprämien, die sie den internationalen Kapitalanlegern bislang hatten zahlen müssen, verschwunden sind. Als Folge dieser Entwicklung ist bei diesen Ländern eine spürbare Belebung der Investitionsnachfrage zu erwarten, die bei steigenden Zinsen eine Umverteilung der verfügbaren Investitionsmittel induziert. Zweifellos werden sich die von den Risikoprämien befreiten Länder in den nächsten Jahren besonders dynamisch entwickeln.

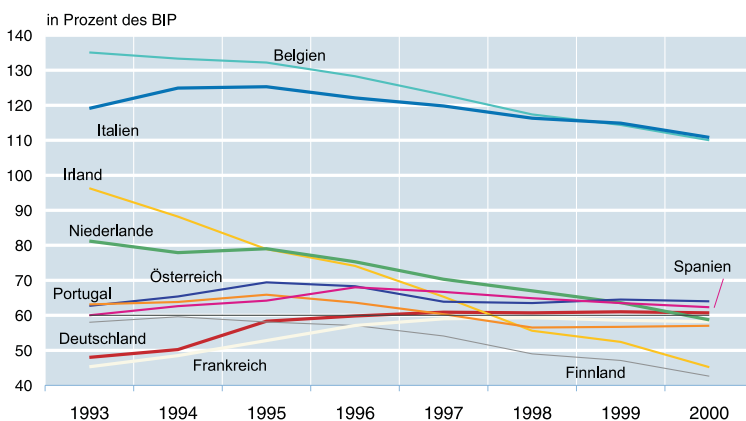
Die Belebung der Investitionsnachfrage wird die Zinsen vermutlich über das Niveau hinaustreiben, das Deutschland, Holland und Österreich bislang gewohnt waren. Insofern könnten für diese drei Länder schwierige Jahre bevorstehen.

Abb. 1
Rendite 10-jähriger Staatspapiere in den EURO-Ländern und Griechenland



Quelle: Nationale Quellen, EUROSTAT.

Abb. 2
Verschuldung des Staates



Quelle: Statistisches Bundesamt, Statistisches Jahrbuch für das Ausland; Europäische Zentralbank; Prognose der EU-Kommission.

Es wird manchmal behauptet, die Konvergenz der langfristigen Zinsen sei im Wesentlichen auf die Haushaltskonsolidierung bei den bislang weniger solide wirtschaftenden Ländern zurückzuführen. Die nachfolgende Abbildung zeigt, dass diese Interpretation keine gute Basis in den Fakten hat. Länder wie Frankreich und Finnland, die das Schuldenkriterium stets erfüllten, oder Länder wie Spanien und Portugal, die es nur wenig verletzen, nahmen an der Zinskonvergenz genau so teil wie Italien oder Belgien, die trotz gewisser Konsolidierungsanstrengungen ein immer noch sehr hohes Schuldenniveau aufweisen. Offenbar fand die gleichmäßige Zinskonvergenz in den Jahren bis 1998 unabhängig von den Schuldenständen der beteiligten Länder statt. Der Abbau der Risikoprämien hatte nur wenig mit der wachsenden Solidität der nationalen Haushaltspolitiken zu tun, so bequem eine solche Interpretation aus deutscher Sicht auch immer gewesen sein mag.

Der wahre Grund für den Abbau der Risikoprämien lag in der stetigen Verringerung des Wechselkursrisikos im Zuge der Annäherung an den Zeitpunkt der endgültigen Festlegung der Währungsparitäten. Heute ist das Wechselkursrisiko vollständig verschwunden, und nur die länderspezifischen Konkursrisiken sind verblieben. Diese Risiken werden aber, wie die eng beieinander liegenden Zinsen zeigen, von den Kapitalanlegern nicht für besonders gravierend gehalten.

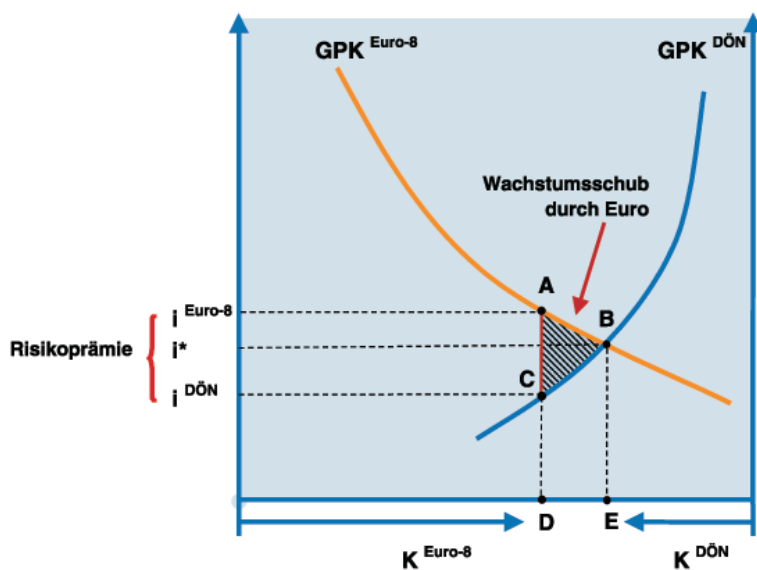
Für die europäische Wirtschaft wird die Zinskonvergenz einen erheblichen Wachstumsschub bringen, weil das verfügbare Spar-

kapital nun nicht mehr durch unsichere Wechselkurse daran gehindert wird, in die rentabelsten Verwendungen zu fließen. Das Wachstum des europäischen Produktionspotentials, das aus einem gegebenen Investitionsvolumen resultiert, erreicht sein maximales Ausmaß, wenn die marginalen Renditen des Sachkapitals der verschiedenen Länder zum Ausgleich gebracht werden, und das kann, abgesehen von verzerrenden Einflüssen der nationalen Steuersysteme, genau dann erwartet werden, wenn die Finanzierungsbedingungen überall gleich sind. Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht die Natur dieses Arguments.

Das Diagramm, welches sich auf alternative Szenarien bezieht, wie sie für das Europa des Jahres 2010 gelten mögen, illustriert die Aufteilung eines gegebenen Investitionskapitals auf die bisherige Niedrigzinsgruppe, die aus Deutschland, den Niederlanden und Österreich besteht, sowie auf die anderen acht Euro-Länder, die bislang Risikoprämien zahlen mussten. Die Kapitalnachfrage dieser acht Euro-Länder ist von links nach rechts, die Kapitalnachfrage der drei anderen Länder von rechts nach links gemessen. Die zugehörigen Kurven kennzeichnen die jeweilige Höhe der Grenzproduktivität des Kapitals und, weil die Firmen investieren, bis die Grenzproduktivität dem Zins entspricht, auch die Kapitalnachfragekurven. Ohne die Einführung des Euro

hätten die Risikoprämien fortbestanden. Es wäre ein Kapitalmarktgleichgewicht links vom Schnittpunkt der Grenzproduktivitätskurven zustande gekommen, bei dem sich die Zinssätze der Länder um die Risikoprämie AC unterschieden hätten. Mit der Einführung des Euro verschwindet die Risikoprämie jedoch, und die Zinsen gleichen sich auf dem Niveau i^* aneinander an, was eine Erhöhung des deutschen, holländischen und österreichischen sowie eine Senkung der Zinsen der anderen acht Euro-Länder impliziert. Im Umfang DE wird Kapital, das sonst in Deutschland, Holland und Österreich investiert worden wäre, in die anderen Länder gelenkt. Das Bruttoinlandsprodukt dieser Länder ist deshalb im Ausmaß der Fläche ABED höher und jenes Deutschlands, Hollands und Österreichs im Ausmaß der Fläche CBED niedriger, als es ohne den Euro der Fall gewesen wäre. Per Saldo erhöht also die Einführung des Euro das gesamteuropäische Bruttoinlandsprodukt im Ausmaß des Dreiecks ABC.¹ Dies erklärt den Wachstumsschub. Dass Deutschland, Holland und Österreich ihre Finanzierungsprivilegien verloren haben, die sie durch die D-Mark bzw. den Festkurs ihrer Währungen mit der D-Mark genossen, hat gewiss bedauerliche Aspekte, ist aber der Grund für den zu erwartenden Wachstumsschub in Europa.

Abb. 3
Der Wachstumsschub in Europa durch den Euro



- $GPK^{DÖN}$ Grenzproduktivität des Kapitals in Deutschland, Österreich und den Niederlanden
- GPK^{Euro-8} Grenzproduktivität des Kapitals in den restlichen acht Euro-Ländern
- $i^{DÖN}$ Zinsen in Deutschland, Österreich und den Niederlanden, wenn der Euro nicht eingeführt würde
- i^{Euro-8} Zinsen in den restlichen Euro-Ländern, wenn der Euro nicht eingeführt würde.
- i^* Einheitlicher Zins in allen Euro-Ländern nach Einführung des Euro

¹ Da der Balassa-Effekt einen Anstieg der relativen Preise in den bisherigen Hochzinsländern impliziert, kann man den Sachverhalt auch so darstellen, dass eine hohe Inflation in diesen Ländern den Realzins senkt und insofern die Kapitalnachfrage erhöht. Inhaltlich unterscheidet sich dieses Argument aber nicht von dem oben dargestellten, denn das Wohlfahrtsoptimum ist durch bei sich ändernden relativen Preisen durch die Gleichheit der nationalen Gesamtrenditen gekennzeichnet, die jeweils aus der Summe des Wertgrenzproduktes des Kapitals und der nationalen Preissteigerungsrate bestehen. Die mit GPK bezeichneten Kurven stellen diese Gesamtrenditen dar, wenn Relativpreisänderungen relevant sind.