



Hochschule für
Wirtschaft und Recht Berlin
Berlin School of Economics and Law

POLEN UND DIE EINFÜHRUNG DES EURO
—
Versuch einer wirtschaftlichen Bewertung

ABSCHLUSSARBEIT
zur Erlangung des akademischen Grades

“Bachelor of Arts (B.A.)“

im Studiengang Business Administration (Teilzeitform)

der

Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin

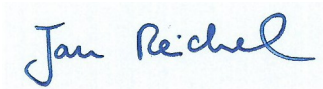
Eingereicht von: Jan Reichel
E-Mail: jan-reichel@gmx.net
Matrikelnummer: 77210459211

Erstgutachterin: Prof. Dr. Martina Metzger
Zweitgutachter: Prof. Dr. Hansjörg Herr

Berlin, 3. Dezember 2024

Eidesstattliche Erklärung

Hiermit erkläre ich an Eides Statt, dass ich die vorliegende Abschlussarbeit selbständig und ohne fremde Hilfe verfasst und andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt habe. Die den benutzten Quellen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen (direkte oder indirekte Zitate) habe ich unter Benennung des Autors/der Autorin und der Fundstelle als solche kenntlich gemacht. Sollte ich die Arbeit anderweitig zu Prüfungszwecken eingereicht haben, sei es vollständig oder in Teilen, habe ich die Prüfer/innen und den Prüfungsausschuss hierüber informiert.

A handwritten signature in blue ink that reads "Jan Reichel". The signature is written in a cursive style and is centered on the page.

Berlin, 3. Dezember 2024

Jan Reichel

Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....	III
Abkürzungsverzeichnis.....	V
1 Einleitung.....	1
2 Theoretische Erklärungen von fixen Wechselkursen und Währungsunionen.....	3
2.1 Orthodoxer Erklärungsansatz: „Optimum Currency Area“ (OCA).....	3
2.1.1 Ausgangspunkt: Ein großer Begriff.....	3
2.1.2 Nutzen einer gemeinsamen Währung.....	4
2.1.3 Erstes Schlüsselkriterium: Symmetrie der wirtschaftlichen Entwicklung.....	5
2.1.4 Zweites Schlüsselkriterium: Wirtschaftliche Offenheit und Verflechtung.....	8
2.1.5 Ein einfaches Modell der OCA-Theorie.....	10
2.1.6 Zwei zusätzliche Kostenkriterien.....	11
2.2 Heterodoxer Erklärungsansatz: „Original Sin“ (OSIN).....	12
2.2.1 Ausgangspunkt: Heterodoxe Kritik der OCA-Theorie.....	12
2.2.2 Definition und Operationalisierung.....	14
2.2.3 Makroökonomische Folgen.....	16
2.2.4 Länderübergreifende Ursachen.....	19
2.2.5 Internationale monetäre Kooperation als Ausweg.....	20
3 Analyse der Situation Polens anhand des OCA-Ansatzes.....	22
3.1 Symmetrie der wirtschaftlichen Entwicklung.....	22
3.2 Wirtschaftliche Offenheit und Verflechtung.....	26
3.3 Mobilität von Produktionsfaktoren und fiskalische Integration.....	29
3.4 Zusammenfassung.....	33
4 Analyse der Situation Polens anhand des OSIN-Ansatzes.....	36
4.1 „Original Sin“ in Zahlen.....	36
4.2 Entwicklung der Netto-Auslandsverschuldung.....	38
4.3 Stellenwert von Netto-Auslandsverschuldung und Währungsreserven.....	42
4.4 Zusammenfassung.....	44
5 Fazit.....	47
Literatur- und Quellenverzeichnis.....	49

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abb. 1:	Logik der zwei Meta-Kriterien der OCA-Theorie.....	10
Abb. 2:	Veränderung des realen BIP in Polen und der Eurozone 2014-2023.....	23
Abb. 3:	Veränderung der offiziellen Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone 2014-2023.....	25
Abb. 4:	Außenhandelsquotienten von Polen, der Euro- und der OECD- Mitgliedsstaaten 2013-2022.....	27
Abb. 5:	Anteil der Eurozone an den polnischen Im- und Exporten sowie gesamter polnischer Außenhandel mit der Eurozone im Verhältnis zum BIP 2013-2022.....	28
Abb. 6:	Anteil der Eurozone an den ausländischen Direktinvestitionen in Polen 2013-2022.....	30
Abb. 7:	Anteil der Eurozone an den polnischen Direktinvestitionen im Ausland 2013-2022.....	30
Abb. 8:	Anzahl der im polnischen Sozialversicherungssystem angemeldeten ausländischen Beschäftigten 2015-2023.....	31
Abb. 9:	Geschätzte Anzahl polnischer Staatsbürger*innen, die sich für mehr als 12 Monate im Ausland aufhalten 2017-2022.....	32
Abb. 10:	Polens Position gegenüber der Eurozone im Rahmen der OCA- Theorie.....	33
Abb. 11:	OSIN1 für Polen und die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone 2014-2023.....	36
Abb. 12:	OSIN3 für Polen und die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone 2014-2023.....	37
Abb. 13:	Auslandsvermögensstatus Polens per 31.12.2023 in Millionen US-Dollar.....	39
Abb. 14:	Polnische Netto-Auslandsschulden, Währungsreserven (ohne Gold) und der sich hieraus ergebende Saldo 2014-2023.....	39
Abb. 15:	Zur Denominierung internationaler Schuldverschreibungen polnischer „residents“ verwendete Währungen 2014-2023.....	41
Abb. 16:	Netto-Auslandsschulden und „net external debt position“ Polens im Verhältnis zum nominalen BIP 2014-2023.....	43

Abb. 17:	Netto-Auslandsschulden und „net external debt position“ Polens im Verhältnis zu den Aktiva monetärer Finanzinstitute 2014-2023.....	43
Abb. 18:	Größe der Währungsreserven Polens, der mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone und der Eurozone insgesamt im Verhältnis zum nominalen BIP 2014-2023.....	44
Tab. 1	Deskriptive Analyse des realen Wirtschaftswachstums in Polen und der Eurozone 2014-2023.....	24
Tab. 2	Korrelationsanalyse des realen Wirtschaftswachstums in Polen und der Eurozone 2014-2023.....	24
Tab. 3	Deskriptive Analyse der Veränderung der Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone 2014-2023.....	26
Tab. 4	Korrelationsanalyse der Veränderung der Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone 2014-2023.....	26

Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds
Mln.	Millionen
MOST	Mittel- und osteuropäische Mitgliedsstaaten der Eurozone
Mrd.	Milliarden
OCA	Optimum Currency Area
OSIN	Original Sin

1 Einleitung

„Denken Sie die Einführung des Euro hätte positive oder negative Konsequenzen für ihr Land?“ 20 Jahre nach dem Beitritt ihres Landes zur Europäischen Union (EU) sind sich Polens Bürger*innen in dieser Frage nicht besonders einig. In der jüngsten repräsentativen Umfrage des „Eurobarometers“ der Europäischen Kommission aus dem Mai 2024 waren 46 Prozent der polnischen Befragten der Meinung, dass die Einführung der Gemeinschaftswährung eher oder sehr positive Folgen hätte. 52 Prozent befürchteten hingegen eher oder sehr negative Konsequenzen (European Commission 2024, 24). Auch die Unternehmenslenker*innen unseres Nachbarlandes scheinen sich ähnlich uneins zu sein. Anfang Mai 2024 vermeldete die Zeitung „Rzeczpospolita“ die Ergebnisse einer Umfrage der Unternehmensberatung Grant Thornton unter den Manager*innen mittlerer und großer Unternehmen: 48 % von ihnen befürworteten die Einführung des Euro, 42 % lehnten sie hingegen ab (Cieślak-Wróblewska 2024).

In dieser Patt-Situation erscheint die Frage, welche Erkenntnisse die Wirtschaftswissenschaft zu einer fundierten Entscheidungsfindung beitragen kann, ebenso berechtigt wie relevant: Das Für und Wider des politischen Diskurses einmal beiseite gelassen – wie kann eine mögliche Einführung des Euro in Polen in rein wirtschaftlicher Hinsicht bewertet werden? Die vorliegende Arbeit stellt den Versuch dar, Antworten auf diese Frage zu finden. Vorab sei dabei betont, dass sie sich dabei mit dem grundsätzlichen *Ob* einer Euro-Einführung beschäftigt und nicht mit ihrem prozessualen *Wie*. Zwar hat sich Polen im Zuge seines Beitritts zur EU im Jahr 2004 *de iure* zu einer Einführung der Gemeinschaftswährung verpflichtet, sobald es die sogenannten Konvergenzkriterien¹ erfüllt. Da für diese Erfüllung jedoch kein Zeitrahmen vorgegeben ist, dürfte ein Beitritt zur Eurozone *de facto* aber doch maßgeblich von einer entsprechenden Willensbildung im Land abhängen. Das Beispiel Schwedens zeigt, dass sogar eine bewusste Aushebelung der vertraglichen Verpflichtung zur Euro-Einführung durch gezielte Nicht-Erfüllung einzelner Konvergenzkriterien zumindest bislang von den EU-Institutionen und -Mitgliedsstaaten toleriert wird.

1 „1. 2 Jahre Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) ohne Veränderung der Mittelkurse;
2. aktuelle Neuverschuldung des Staatshaushaltes darf 3 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) nicht überschreiten;
3. die Gesamtstaatsverschuldung darf nicht höher als 60 % des BIP sein;
4. die langfristigen Zinssätze dürfen den Durchschnitt der Zinssätze der 3 stabilsten Euroländer um nicht mehr als 2 % überschreiten.“ (bpb 2020)

Zunächst sollen daher in einem theoretischen Teil zwei verschiedene Erklärungsansätze dargestellt werden, die Antworten auf die Frage versprechen, unter welchen Bedingungen es für ein Land grundsätzlich vorteilhaft sein kann, die eigene Währung zugunsten einer Währungsunion aufzugeben. Die wirtschaftswissenschaftliche Orthodoxie vertraut diesbezüglich auf die Theorie der „Optimum Currency Area“, die, der klassischen Dichotomie folgend, vor allem „realwirtschaftliche“ Faktoren in den Blick nimmt. Heterodoxe Ökonom*innen hingegen haben sich in den vergangenen Jahren dem Konzept der sogenannten „Original Sin“ zugewandt, das auf die Wechselwirkungen zwischen „monetären“ und „realen“ Größen abstellt. Wichtig ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass diese beiden unterschiedlichen Ansätze auch zu unterschiedlichen Kriterien führen, mit denen die Suche nach Antworten operationalisiert werden kann.

Der nachfolgende empirische Teil ist dementsprechend ebenfalls zweigeteilt: Mittels einer deskriptiven Analyse relevanter volkswirtschaftlicher Daten der letzten zehn Jahre soll zunächst die Frage erörtert werden, ob im Falle eines Beitritts Polens zur Eurozone die Bedingungen einer „Optimum Currency Area“ erfüllt werden bzw. erfüllt werden könnten. Auf gleiche Weise soll anschließend der Frage nachgegangen werden, ob und – falls ja – in welchen Formen die polnische Volkswirtschaft vom Phänomen der „Original Sin“ betroffen ist und welche Schlussfolgerungen hieraus im Hinblick auf eine mögliche Einführung des Euro gezogen werden können.

In einem abschließenden Fazit sollen dann die sowohl theoretisch wie empirisch gewonnenen Erkenntnisse in knapper Form zu einem Gesamtbild zusammengefasst werden, wobei insbesondere auch auf die Unterschiede in den Sichtweisen der beiden verwendeten Erklärungsansätze eingegangen werden soll.

2 Theoretische Erklärungen von fixen Wechselkursen und Währungsunionen

2.1 Orthodoxer Erklärungsansatz: „Optimum Currency Area“ (OCA)

2.1.1 Ausgangspunkt: Ein großer Begriff

Unter welchen Bedingungen kann es für ein Land oder eine Gruppe von Ländern in wirtschaftlicher Hinsicht vorteilhaft sein, die jeweilige nationale Währung zugunsten einer Währungsunion aufzugeben? In verschiedenen Lehrbüchern zum Thema, die dem wirtschaftswissenschaftlichen „Mainstream“ zuzurechnen sind (De Grauwe 2014; Baldwin und Wyplosz 2020; Krugman, Obstfeld, und Melitz 2023), begegnet den Leser*innen immer wieder der gleiche analytische Rahmen zur Beantwortung dieser Frage: die Theorie der „Optimum Currency Area“ (OCA), auf deutsch meist mit „Theorie optimaler Währungsräume“ übersetzt.

Dass das Wort Theorie dabei im Singular verwendet wird, ist ein wenig irreführend. Begründet durch den gleichnamigen Aufsatz von Mundell im Jahr 1961 hat die OCA-Theorie im Laufe ihrer mittlerweile über sechzigjährigen Lebenszeit mehrere „Reinkarnationen“ erfahren. Mongelli (2002, 7) zählt vier verschiedene „Phasen“ der Theoriebildung, Priewe (2017, 1) unterscheidet zwischen drei „Generationen“ und kommt sogar zu dem Schluss: „Allerdings gibt es *die* [Hervorhebung im Original] Theorie optimaler Währungsräume gar nicht – es gibt diverse.“ (Priewe 2017, 1) Dennoch hat im Laufe der Jahrzehnte eine Art Kanonisierung der OCA-Theorie stattgefunden, deren Ergebnis nachfolgend dargestellt werden soll.

In seinem bereits erwähnten Aufsatz postuliert Mundell nach einigen theoretischen Überlegungen zunächst „the optimum currency area is the region“ (Mundell 1961, 660), nur um zwei Seiten später zu dem Ergebnis zu kommen: „Money is a convenience and this restricts the optimum number of currencies. In terms of this argument alone the optimum currency area is the world, regardless of the number of regions of which it is composed.“ (Mundell 1961, 662) Was auf den ersten Blick widersprüchlich erscheint, impliziert die zentrale Stoßrichtung des OCA-Ansatzes: Auf dem theoretischen Kontinuum zwischen ei-

ner einzigen Weltwährung und einer unübersehbaren Vielzahl regionaler Währungen ist er auf der Suche nach der goldenen Mitte – einem Währungsraum, der so beschaffen ist, dass der Grenznutzen einer gemeinsamen Währung in diesem Gebiet, den mit ihr verbundenen Grenzkosten entspricht (Baldwin und Wyplosz 2020, 350).

Da die so definierte Optimalität in der Realität schwerlich zu erfassen und damit höchst symbolischer Natur ist (Baldwin und Wyplosz 2020, 350), begnügt sich die OCA-Theorie im praktischen Einsatz damit, Kosten und Nutzen einer einheitlichen Währung für ein bestimmtes Gebiet gegenüberzustellen, um zu einer groben Einschätzung zu kommen, ob letztere erstere übersteigen – was die Bezeichnung „*Optimum Currency Area*“-Theorie genau genommen zu einer Fehlbezeichnung macht (Baldwin und Wyplosz 2020, 358). Charakteristisch für den OCA-Ansatz ist letztlich also weniger die Suche nach Optimalität, als vielmehr eine bestimmte Sichtweise auf Kosten und Nutzen von Währungen.

2.1.2 Nutzen einer gemeinsamen Währung

Beginnend mit Mundell betrachtet die OCA-Theorie eine gemeinsame Währung im Hinblick auf ihren Nutzen meist², wie bereits oben zitiert, als „convenience“ (Mundell 1961, 662), also als ein Instrument, das Transaktionen ermöglichen bzw. vereinfachen soll (Baldwin und Wyplosz 2020, 354). In dieser Sichtweise steigt dementsprechend der Nutzen einer Währung grundsätzlich mit der Anzahl ihrer Nutzer, wenn auch der Grenznutzen dabei möglicherweise abnimmt (Baldwin und Wyplosz 2020, 354).

Der steigende Nutzen, der mit der Vergrößerung eines Währungsraums einhergeht, wird dabei insbesondere auf zwei Faktoren zurückgeführt: Erstens, dem Wegfall von Transaktionskosten, die mit dem Bestehen verschiedener Währungen verbunden sind. Diese Kosten äußern sich einerseits direkt als Umtauschgebühren von Banken oder Wechselstuben, andererseits indirekt durch die schlechtere Vergleichbarkeit von Preisen in unterschiedlichen Währungen (De Grauwe 2014, 53–57). Und zweitens, der Reduzierung des Risikos, das mit den Schwankungen des Wechselkurses verschiedener Währungen verbunden ist. Auch hier lassen sich die direkten Kosten einer möglicherweise notwendigen Absicherung (in Form von Devisentermingeschäften) von den indirekten – und weitaus weitreichenderen – Kosten zusätzlicher Unsicherheit unterscheiden (De Grauwe 2014, 57–64).

² Eine frühe Ausnahme bildet McKinnon, der bereits 1963 auch die Funktionen von Währungen als „numéraire“ und Wertaufbewahrungsmittel in den Blick nimmt (McKinnon 1963, 721).

Dem Fokus auf die Funktion einer Währung als Tausch- und Zahlungsmittel geschuldet, sind die genannten Vorteile einer gemeinsamen Währung dabei in erster Linie mikroökonomischer Natur (De Grauwe 2014, 53). Das bedeutet auch, dass sie zwar von beträchtlicher Größe sein dürften, aber auch diffus und nur schwer zu messen sind (Baldwin und Wyplosz 2020, 354).

2.1.3 Erstes Schlüsselkriterium: Symmetrie der wirtschaftlichen Entwicklung

Während die Darstellung des Nutzens einer gemeinsamen Währung in der OCA-Theorie zuzurechnenden Literatur meist eher kurz gehalten wird, nimmt die Diskussion möglicher Kosten umso breiteren Raum ein und bildet daher den eigentlichen Kern dieses Erklärungsansatzes. Im Laufe der Jahrzehnte wurden eine wachsende Zahl von Kriterien formuliert, die dazu dienen sollen, die mit einer Währungsunion verbundenen Kosten zu beurteilen. In seiner Übersicht aus dem Jahr 2002 zählt Mongelli schließlich acht solcher Kriterien (Mongelli 2002, 8–10) und weist dabei auf ein entscheidendes Problem hin: Teilweise würden sich die genannten Kriterien gegenseitig widersprechen, was für die Schlüssigkeit und Kohärenz des unter dem Begriff OCA-Theorie subsumierten Erklärungsansatzes abträglich sei (Mongelli 2002, 7–8). Zwei dieser theoretischen Prüfsteine können allerdings als den anderen übergeordnet betrachtet und in einem Metamodell stimmig zusammengeführt werden (Frankel 1999, 17; De Grauwe 2014, 81).

Das erste dieser Schlüsselkriterien geht dabei ebenfalls auf Mundells Aufsatz von 1961 zurück. Um die Kosten einer gemeinsamen Währung beurteilen zu können, lädt er seine Leser*innen zu mehreren Gedankenexperimenten ein, die – wie im Titel seines Aufsatzes angekündigt – rein theoretischer Natur sind. Zunächst entwirft er das Modell einer Weltwirtschaft, die nur aus zwei Teilgebieten besteht. In beiden Teilgebieten herrsche Vollbeschäftigung und die Zahlungsbilanz sei ausgeglichen. Zusätzlich sei von folgenden Annahmen auszugehen: erstens, könnten Preise und Löhne kurzfristig nicht reduziert werden, ohne Arbeitslosigkeit zu verursachen, und zweitens, verfolgten beide Teilgebiete das Ziel, Inflation zu vermeiden. In dieser Ausgangssituation komme es nun zu einer Verschiebung der Gesamtnachfrage von Teilgebiet B zu Teilgebiet A. Oder mit anderen Worten, es kommt zu einem (Nachfrage-)Schock, der sich asymmetrisch äußert: Während in Teilgebiet A die Nachfrage steigt, sinkt sie im Teilgebiet B (Mundell 1961, 658).

Verfügten beide Teilgebiete über jeweils eigene Währungen, die aber zu einem festen Wechselkurs miteinander verbunden sind, führe die Verschiebung der Nachfrage unter den getroffenen Annahmen in Teilgebiet B zu Arbeitslosigkeit (weil auf die gesunkene Nachfrage nicht mit einer Senkung der Preise reagiert werden kann, die die Produktion zumindest mengenmäßig konstant halten würde), in Teilgebiet A hingegen zu inflationärem Druck auf die Preise in heimischer Währung (da bereits Vollbeschäftigung herrscht und die Ausbringungsmenge nicht kurzfristig erhöht werden kann). Reagiere die Zentralbank von Teilgebiet A auf diesen Druck mit Kreditrestriktionen, um die heimischen Preise konstant zu halten, bleibe die Arbeitslosigkeit in Teilgebiet B längerfristig bestehen. Rigide Preise in Kombination mit einem festen Wechselkurs verhinderten die Anpassung der „terms of trade“ zwischen den beiden Teilgebieten. Da es zu keiner Veränderung der relativen Preise komme, könne sich die Veränderung der Gesamtnachfrage nur mengenmäßig niederschlagen, für Teilgebiet B also in einer Verringerung der Ausbringungsmenge und damit auch der Beschäftigung (Mundell 1961, 658).

Auch wenn beide Teilgebiete mit einer gemeinsamen Währung ausgestattet seien, führe der oben skizzierte asymmetrische Schock zu Arbeitslosigkeit in Teilgebiet B einerseits, inflationärem Druck in Teilgebiet A andererseits. Entscheide sich die – nunmehr gemeinschaftliche – Zentralbank in dieser Situation dazu, das Geldangebot zu erhöhen, um die Arbeitslosigkeit im Teilgebiet B zu bekämpfen, führe dies naturgemäß zu einer zusätzlichen Erhöhung des Inflationsdrucks in Teilgebiet A. Und gerade diese zusätzliche Erhöhung der Preise in Teilgebiet A führe zu einer Anpassung der relativen Preise, die es dann wiederum erst ermögliche, die Ausbringungsmenge und damit verbunden die Beschäftigung im Teilgebiet B wieder zu erhöhen (Mundell 1961, 658–59).

Die Quintessenz von Mundells Überlegungen: Ob nun durch feste Wechselkurse oder eine gemeinsame Währung verbunden, wird ein gemeinsamer Währungsraum von einem asymmetrischen Schock getroffen, seien (unter Annahme rigider Preise und Löhne) ökonomische Kosten unausweichlich; entweder in Form von Inflation oder in Form von Arbeitslosigkeit oder einer Mischung aus beidem (Mundell 1961, 659). Dementsprechend kommt Mundell dann auch zu dem geradezu apodiktischen Schluss: „The optimum currency area is not the world.“ (Mundell 1961, 659)

In Mundells nächstem Modell besteht die Weltwirtschaft aus zwei Staaten (USA und Kanada) mit jeweils eigener Währung, die zu einem flexiblen Wechselkurs gegeneinander ge-

tauscht werden kann. Gleichzeitig existieren zwei grenzüberschreitende Regionen (Osten und Westen) mit jeweils unterschiedlicher, aber in sich äußerst homogener Wirtschaftsstruktur³. Beide Währungsräume bestehen also wiederum aus zwei Teilgebieten, für die die hinsichtlich Preisrigidität, Beschäftigung und Zahlungsbilanz zuvor getroffenen Annahmen weiterhin gelten (Mundell 1961, 659).

Komme es in dieser Ausgangssituation zu einer Verschiebung der Nachfrage von Osten nach Westen, stünden die Zentralbanken beider Länder (und damit Währungsräume) vor dem oben skizzierten Dilemma zwischen anhaltender Arbeitslosigkeit im Osten oder zusätzlicher Inflation im Westen (oder einer Mischung aus beidem) – in jedem Fall aber vor ökonomischen Kosten. Der freie Wechselkurs zwischen US- und kanadischem Dollar könne lediglich dafür sorgen, die äußere Zahlungsbilanz beider Währungsräume im Gleichgewicht zu halten, im Hinblick auf das innere Ungleichgewicht (das Mundell als das Hauptproblem ansieht) sei er hingegen wirkungslos (Mundell 1961, 659–60).

Den damit verbundenen Kosten könne grundsätzlich nur entkommen werden, wenn die Grenzen der beiden Währungsräume deckungsgleich mit denen der beiden (Wirtschafts-) Regionen seien. Nur wenn dies der Fall sei, könne ein flexibler Wechselkurs zwischen nunmehr Ost- und West-Dollar für eine Anpassung der „terms of trade“ zwischen den Regionen sorgen. Eine Aufwertung der Währung würde im Westen eine Erhöhung der Preise in heimischer Währung ersetzen, während eine Abwertung im Osten trotz gleichbleibender Preise in heimischer Währung für eine Anpassung der relativen Preise nach unten Sorge, die eine Wiederausweitung der Ausbringungsmenge und damit der Beschäftigung ermögliche. Und dank angepasster „terms of trade“ würden schließlich auch die Zahlungsbilanzen von Ost und West wieder ausgeglichen (Mundell 1961, 660; Kenen 1969, 43).

Es ist diese Aussicht, die Mundell zu seiner bereits oben erwähnten Schlussfolgerung kommen lässt: „The optimum currency area is the region.“ (Mundell 1961, 660) Nur ein Gebiet, dessen Wirtschaftsstruktur so homogen ist, dass sich Schocks innerhalb seiner Grenzen schlichtweg nicht asymmetrisch äußern können, ist vor den in diesen Fällen auftretenden Kosten gefeit.

3 „Mundell’s notion of a region is functional not literal. You will not find his regions on an ordinary map but must instead use an input-output table. As I understand the substance of his argument, a region is defined as a homogeneous collection of producers that use the same technology, face the same demand curve, and suffer and prosper together as circumstances change.“ (Kenen 1969, 42)

Mundells Sichtweise auf die Kosten gemeinsamer Währungsräume sollte sich in dreierlei Hinsicht als dauerhaft prägend für den OCA-Ansatz herausstellen. Erstens, in ihrer Verankerung in der (neo-)klassischen Theorie: Letztlich entscheidend sind die „terms of trade“ von Gütern und Dienstleistungen. Sind diese relativen Preise nur flexibel genug, schafft sich jedes Angebot die ihm entsprechende Nachfrage. Zweitens, im Hinblick auf die betrachteten Kostengrößen: Es geht um gesamtwirtschaftliche Beschäftigung, Preisniveau und die Zahlungsbilanz. Im Zentrum der Analyse stehen also makroökonomische Größen und die Möglichkeiten ihrer Beeinflussung (De Grauwe 2014, 53). Und drittens, der Symmetrie bzw. Asymmetrie von Schocks als erstem „Meta-Kriterium“ (Mongelli 2002, 25) zur Beurteilung der so gefassten Kosten.

In der neueren OCA-Literatur wird dieses Kriterium insbesondere im Hinblick auf die lange Frist auch mit sozusagen umgekehrten Vorzeichen dargestellt: Als Symmetrie bzw. Asymmetrie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Frankel führt diesbezüglich die Korrelation der volkswirtschaftlichen Einkommen als Gradmesser auf (1999, 17), De Grauwe verweist auf die Korrelation der Veränderungsraten von Output und Beschäftigung (2014, 74).

2.1.4 Zweites Schlüsselkriterium: Wirtschaftliche Offenheit und Verflechtung

Zwei Jahre nach Erscheinen von Mundells Aufsatz etabliert McKinnon dann das zweite „Meta-Kriterium“ des OCA-Ansatzes. Zentrale Kategorie seiner Analyse ist der Grad wirtschaftlicher Offenheit, der von McKinnon als das Verhältnis zwischen handelbaren („tradables“) und nicht-handelbaren („non-tradables“) Gütern in der Gesamtproduktion einer Volkswirtschaft verstanden wird. Als nicht-handelbar werden von ihm jene Güter klassifiziert, die für den Export oder Import nicht in Frage kommen, weil der dafür notwendige Transport nicht möglich ist (McKinnon 1963, 717–18).

McKinnon skizziert einen Währungsraum, der zwar über eine eigene Währung mit flexiblem Wechselkurs verfügt, gleichzeitig aber so klein ist, dass seine Produzenten hinsichtlich der Weltmarktpreise ihrer handelbaren Güter als Preisnehmer agieren. Weiterhin unterstellt er, dass sowohl die ausländische Nachfrage für die Exporte als auch das ausländische Angebot für die Importe in hohem Maße elastisch sind – was dafür sorgt, dass die relativen

Preise der „tradables“ auch in einheimischer Währung den Fluktuationen der Weltmarktpreise folgen (McKinnon 1963, 718; Ishiyama 1975, 350).

Von diesen Annahmen ausgehend ist nun insbesondere McKinnons Diskussion eines Extremfalls instruktiv: Die Wirtschaft des Währungsraum sei vollständig offen, alle produzierten wie konsumierten Güter somit zugleich auch handelbar – was auch bedeutet, dass die Preise sämtlicher Güter letztlich von außen bestimmt werden. Komme es in dieser Konstellation aufgrund eines asymmetrischen Schocks beispielsweise zu einer Verringerung der Nachfrage bei den Exportgütern, führe eine Abwertung der Währung lediglich zu einem Anstieg des Preisniveaus in einheimischer Währung, habe aber keinerlei Effekt auf die relativen Preise zwischen den Gütern und Dienstleistungen. Daher könne die entstehende Lücke zwischen einheimischer Produktion und Konsumption eben nicht auf dem Wege einer Anpassung der „terms of trade“ geschlossen werden, sondern nur durch eine Reduktion der einheimischen Ausgaben bei gleichbleibender Ausbringungsmenge (McKinnon 1963, 719).

Dementsprechend lautet McKinnons Kernargument: Je höher der Grad wirtschaftlicher Offenheit eines Währungsraums, desto weniger effektiv sei eine eigene Währung mit flexiblem Wechselkurs, um auf asymmetrische Schocks zu reagieren. Stattdessen nähme vielmehr die Gefahr zusätzlicher Kosten zu: Auf- und Abwertungen der eigenen Währung hätten mit zunehmender Offenheit immer stärkere Auswirkungen auf das einheimische Preisniveau – und durch diese Preisschwankungen würde die Funktion der Währung als Wertmesser und Wertaufbewahrungsmittel in Mitleidenschaft gezogen. Für kleine, offene Volkswirtschaften sei die Aufgabe der eigenen Währung und die Integration in einen größeren Währungsraum daher auch bei asymmetrischen Schocks nicht unbedingt mit zusätzlichen Kosten verbunden, unter Berücksichtigung der Liquiditatsfunktionen einer Währung könne sie sich sogar vielmehr als nutzbringend erweisen (McKinnon 1963, 719, 722). Dieses Argument dürfte dabei umso stärker ins Gewicht fallen, je stärker die skizzierte Volkswirtschaft über ihre Im- und Exporte mit genau jenem größeren Wirtschaftsraum verflochten ist, dessen Währung als realistische Alternative zur Verfügung steht. Denn einerseits wäre in diesem Fall der Nutzen einer gemeinsamen Währung durch eine hohe Anzahl gegenseitiger Transaktionen besonders hoch, andererseits eine Einflussnahme gerade auf die besonders relevanten „terms of trade“ mittels des Wechselkurses weniger möglich.

McKinnon weist darauf hin, dass eine scharfe Trennung zwischen „tradables“ und „non-tradables“ realistisch nicht möglich ist. Als basalen Gradmesser der wirtschaftlichen Offenheit schlägt er deshalb das Verhältnis der Gesamtexporte und -importe im Verhältnis zur Gesamtproduktion vor (McKinnon 1963, 721).

2.1.5 Ein einfaches Modell der OCA-Theorie

Da die beiden dargestellten Meta-Kriterien sich gegenläufig verhalten, können sie in einem einfachen Modell zusammengeführt werden. Dieses Modell stellt wesentliche Abwägungen des OCA-Ansatzes dar und kann sowohl dafür genutzt werden, um zu beurteilen, wie gut eine Gruppe von Volkswirtschaften für eine geplante gemeinsame Währung geeignet ist, als auch um Kosten und Nutzen für eine einzelne Volkswirtschaft abzuschätzen, die einer bereits bestehenden Währungsunion beitreten möchte. Die nachfolgenden Erläuterungen beziehen sich auf dieses Szenario.

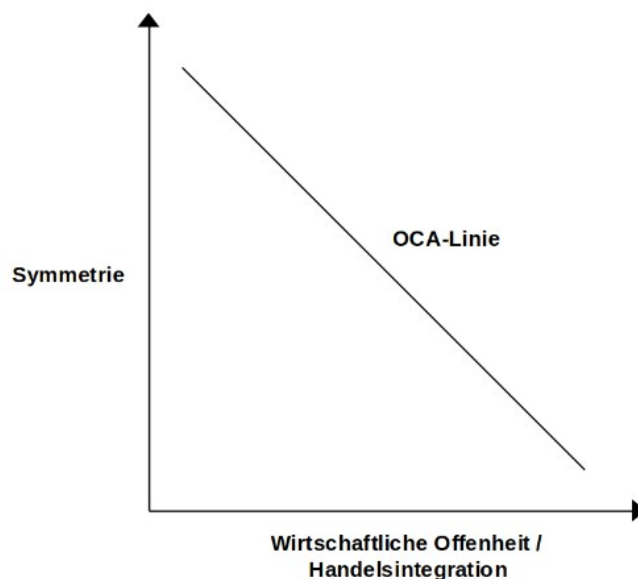


Abbildung 1: Logik der zwei Meta-Kriterien der OCA-Theorie, eigene Darstellung nach (Frankel 1999; De Grauwe 2014)

Die OCA-Linie in Abbildung 1 beschreibt alle möglichen Kombinationen aus der Symmetrie von Schocks und dem Grad wirtschaftlicher Offenheit, bei denen sich Gesamtkosten und -nutzen des Beitritts zu einer Währungsunion die Waage halten, rechts/oberhalb der Linie übersteigt der Gesamtnutzen die Gesamtkosten, links/unterhalb der Linie verhält es sich andersherum.

Zwei Extremfälle mögen zur Erklärung ihrer Lage dienen: Treten Schocks in der betreffenden Volkswirtschaft und dem infrage kommenden Währungsraum stets vollkommen symmetrisch auf, kann ein Beitritt nur zusätzlichen Nutzen bringen – selbst dann, wenn die wirtschaftliche Verflechtung mit dem Währungsraum nur gering ist und die gemeinsame Währung daher nur für wenige Transaktionen genutzt werden kann. Ist die Volkswirtschaft hingegen vollständig mit dem Währungsraum verflochten, schafft die eigene Währung auch bei asymmetrischen Schocks keine Reduzierung der entstehenden Kosten, vielmehr steigert sie diese möglicherweise sogar. Gleichzeitig ist in dieser Konstellation der Nutzen einer gemeinsamen Währung aufgrund der zahlreichen grenzüberschreitenden Transaktionen besonders hoch. Bei einem hohen Grad an wirtschaftlicher Verflechtung und einer hohen Symmetrie auftretender Schocks spricht nach dem OCA-Ansatz daher die (volks-)wirtschaftliche Vernunft sehr dafür, die eigene Währung zugunsten des größeren Währungsraums aufzugeben. Ist die wirtschaftliche Verflechtung hingegen sehr gering und treten Schocks regelmäßig asymmetrisch auf, erscheint ein Beitritt hingegen nicht vorteilhaft.

Schwieriger dürfte die Situation für Volkswirtschaften zu beurteilen sein, die sich im Hinblick auf die genannten Kriterien jeweils im Mittelfeld befinden. Wie viel Symmetrie wiegt wie wenig Verflechtung auf, oder anders herum – diese Frage dürfte eher schwer zu beantworten sein. In diesen Fällen könnten weitere Kriterien des OCA-Ansatzes den Ausschlag geben, die beiden am häufigsten genannten seien nun noch kurz vorgestellt.

2.1.6 Zwei zusätzliche Kostenkriterien

Ebenfalls auf Mundells „A Theory of Optimum Currency Areas“ geht das Kriterium der Faktormobilität zurück. Nach seinen Überlegungen zu den asymmetrischen Schocks als wesentlichem Kostenfaktor für jeden Währungsraum präsentiert er den geeigneten Leser*innen auch noch seine Auffassung darüber, wie zumindest dauerhafte Kosten einer gemeinsamen Währung in Folge solcher Schocks vermieden werden könnten. Und zwar in Form einer Definition des Begriffs „Region“, die ihm ja – wie oben skizziert – als optimaler Wirtschaftsraum gilt. Diese müsse zwei Bedingungen erfüllen – interne Faktormobilität (gemeint dürften die klassischen Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sein) und externe Faktorimmobilität (Mundell 1961, 661). Dieser Hinweis wird gemeinhin so verstanden: Können Kapital und insbesondere Arbeitskräfte innerhalb eines Währungsraums problem-

los verlagert werden, führe der skizzierte asymmetrische Schock auch bei rigiden Preisen und fixierten Wechselkursen nicht zu (anhaltender) Arbeitslosigkeit oder Inflation, oder einer Mischung aus beidem. Auf die veränderte Nachfrage könne in diesem Falle schnell und ohne große Kosten mit einer Anpassung der Ausbringungsmenge reagiert werden. In Teilgebiet A kann bei gleichbleibenden relativen Preisen nun mehr produziert werden, in Teilgebiet B wird bei gleichbleibenden relativen Preisen hingegen weiterhin weniger produziert – allerdings nunmehr ohne die dadurch zunächst hervorgerufene Arbeitslosigkeit (Baldwin und Wyplosz 2020, 359).

Das letzte kanonisch gewordene Kostenkriterium der OCA-Theorie nimmt eine andere Möglichkeit in den Blick, die mit asymmetrischen Schocks verbundenen Kosten einer gemeinsamen Währung zu reduzieren – die fiskalische Integration. Es dürfte Kenen gewesen sein, der es in einem Beitrag von 1969 erstmals in die Diskussion eingebracht hat. Sinngemäß lautet seine Argumentation dabei wie folgt: Bilden das Teilgebiet A und Teilgebiet B aus Mundells Aufsatz nicht nur einen einheitlichen Währungsraum, sondern auch ein gemeinsames Steuergebiet, könne diese Fiskalunion zur Glättung des asymmetrischen Schocks beitragen. Die Steuerbelastung im betroffenen Teilgebiet B würde bei zurückgehendem Output automatisch schrumpfen, mit positiven Auswirkungen auf die einheimische Nachfrage. Steigende Steuereinnahmen in Teilgebiet A könnten für zusätzliche Unterstützung von Teilgebiet B verwendet werden. Noch größer wären die Auswirkungen, wenn aus den erhobenen Steuern auch ein gemeinsames System der Arbeitslosenversicherung finanziert würde, das dann für den gesamten Währungsraum als automatischer Stabilisator fungieren kann (Kenen 1969, 47). Eine solche fiskalische Integration setzt allerdings den politischen Willen zu gegenseitiger Solidarität voraus – Kenens Überlegungen markieren somit den Grenzbereich einer rein wirtschaftlichen Betrachtungsweise und bilden eine Brücke zu den Analysen der Politikwissenschaft.

2.2 Heterodoxer Erklärungsansatz: „Original Sin“ (OSIN)

2.2.1 Ausgangspunkt: Heterodoxe Kritik der OCA-Theorie

Die vorhergehenden Abschnitte machen deutlich: Die OCA-Theorie, die bis heute die Sicht des wirtschaftswissenschaftlichen „Mainstreams“ auf Währungsunionen prägt, ist im Kern

ein rein realwirtschaftlicher Erklärungsansatz in der Tradition der klassischen Außenhandelstheorie. Im Zentrum der Analyse stehen vor allem die relativen Preise zwischen Gütern und Dienstleistungen und die Frage, ob und wie sich ein bestimmtes Währungs- bzw. Wechselkursregime auf diese „terms of trade“ auswirkt.

Nicht näher problematisiert werden dabei die Funktionsweise des Wechselkursmechanismus und der Zeithorizont von Leistungsbilanzungleichgewichten. Lediglich implizit scheinen diesbezüglich allerdings folgende Annahmen zu gelten: Bei freiem Wechselkurs werden Auf- und Abwertungen von Währungen im Grundsatz durch die Veränderung realwirtschaftlicher Fundamentaldaten bestimmt und erfolgen ohne relevanten Zeitverzug. Nicht ausgeglichene Leistungsbilanzen sind von begrenzter Dauer, sie sind – das verdeutlichen beispielsweise auch die modellhaften Überlegungen Mundells und McKinnons – die Ausnahme und nicht die Regel.

Doch halten diese Annahmen – angesichts umfassend liberalisierter Devisenmärkte einerseits und unübersehbar großer Unterschiede beim Entwicklungsstand der nationalstaatlichen Volkswirtschaften andererseits – einer empirisch fundierten Realitätsprüfung stand? Bis heute sind es in erster Linie Vertreter*innen einer heterodoxen Ökonomik, die diese Frage unzweideutig mit Nein beantworten.

So kommt beispielsweise Priewe zu folgendem Ergebnis: „Moderne Devisenmärkte werden von der Dominanz von Finanzströmen geprägt; Devisennachfrage für Gütertransaktionen ist quantitativ unbedeutend. In diesem Sinne kann von [einer] Finanzialisierung von Wechselkursen gesprochen werden.“ (Priewe 2015, 223) Dieser Einschätzung folgend plädiert Schelkle dafür, Wechselkurse als Vermögenspreise diversifizierter Devisenportfolios zu begreifen. Bewegungen dieser Preise würden nicht durch die Anforderungen der Realwirtschaft determiniert, sondern vielmehr durch die Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Renditen auf das gehaltene Portfolio. Veränderungen dieser Erwartungen könnten für abrupte Auf- und Abwertungen sorgen – ganz unabhängig von den Zahlungsströmen für den grenzüberschreitenden Handel mit Gütern und Dienstleistungen (Schelkle 2017, 20).

An anderer Stelle weist Schelkle darauf hin, dass Leistungsbilanzungleichgewichte in der gegenwärtigen Weltwirtschaft für viele Volkswirtschaften beileibe kein vorübergehendes Phänomen seien, vielmehr seien sie ziemlich beständig. Bedingt durch die entsprechende

Wechselwirkung mit der Kapitalbilanz führe dies wiederum dazu, dass sich Länder auch dauerhaft in einer Schuldner- bzw. Gläubigerposition wiederfinden (Schelkle 2006, 37).

Heterodoxen Ökonom*innen lassen diese Erkenntnisse die Erklärungskraft der OCA-Theorie fragwürdig erscheinen. Und insbesondere für die Vertreter*innen eines monetären (Post-)Keynesianismus unter ihnen rücken sie auch ganz andere Faktoren in das Zentrum einer Analyse der Kosten und Nutzen von Währungsunionen: die Kapitalbilanz und die sich aus ihr möglicherweise ergebenden Schulden in Fremdwährungen.

2.2.2 Definition und Operationalisierung

Bereits 1988 hatte der marxistische Wirtschaftswissenschaftler Robert Katzenstein angesichts der damaligen Schuldenkrise lateinamerikanischer Staaten folgende Beobachtungen gemacht: „Brasilien, Mexiko, Argentinien und andere Schwellenländer, also Länder mit der rasantesten industriellen Entwicklung in jener Zeit, sind auch die Länder, die damals die größten Schulden gemacht haben. Die Masse der Kredite ist also keineswegs in überflüssige Paläste geflossen, sondern für die Entwicklung genutzt worden.“ (Katzenstein 1988, 14) Die Aufwertung des US-Dollars in einem System freier Wechselkurse während der ersten Hälfte der 1980er Jahre bedeutete dann „für die Entwicklungsländer, deren Kredite meistens auf Dollarbasis liefen [...], daß für sie die Dollars teurer wurden, die sie zum Zwecke der Zahlung von Zinsen und Tilgungsraten kaufen mußten. Folglich mußten sie ihre Exporte steigern. Anders waren die nötigen Dollars nicht zu erwerben.“ (Katzenstein 1988, 15)

Gut zehn Jahre später rückten unter dem Eindruck der Währungs- und Finanzkrise in Ostasien die Wechselwirkungen zwischen in Fremdwährung denominierten Schulden und makroökonomischer Stabilität bzw. Instabilität dann erneut und diesmal dauerhaft in den Fokus heterodoxer Analyse. In ihrem wegweisenden Aufsatz von 1999 definieren Eichengreen und Hausmann unter dem Schlagwort „Original Sin“ (OSIN) als spezifische Unvollständigkeit von Finanzmärkten: „A situation in which the domestic currency cannot be used to borrow abroad or to borrow long term, even domestically.“ (Eichengreen und Hausmann 1999, 330)

Dass diese Unvollständigkeit bis in die Gegenwart andauert und dabei bei weitem nicht nur sich entwickelnde Volkswirtschaften betrifft, verdeutlicht folgende Tatsache: Trotz über

150 verschiedenen Währungen weltweit, waren auch Ende 2023 gut 95 % aller internationalen Schuldverschreibungen in lediglich fünf Leitwährungen⁴ denominiert (eigene Berechnung auf Basis von (BIS 2024)). Die eigentümlich religiöse Bezeichnung „Original Sin“ – zu Deutsch: „Ur“- bzw. „Erbsünde“ – wurde dementsprechend von Hausmann gewählt, um zu verdeutlichen, dass die mit ihr beschriebene Konstellation ursächlich auf die Struktur der internationalen Finanzmärkte und nicht auf die möglichen Verfehlungen einzelner Länder zurückgehe (Hausmann nach Schmidt und Krämer 2019, 199).

In weiteren, empirisch angelegten Untersuchungen zu den Folgen und den Ursachen von „Original Sin“ konzentrieren sich Eichengreen, Hausmann und Panizza (2005b; 2005a; 2007) dann insbesondere auf den ersten Teil der oben genannten Definition, also der Unmöglichkeit, Auslandsschulden in einheimischer Währung aufzunehmen. Laut Panizza sei dies einerseits praktischen Erwägungen geschuldet, da sich die Sammlung von Daten zu inländischer „Original Sin“ (der Unmöglichkeit, im Inland langfristige Schuldtitel in einheimischer Währung zu begeben) extrem schwierig gestalten. Andererseits scheine vor allem der internationale Aspekt von „Original Sin“ ein dauerhaft stabil ausgeprägtes Phänomen zu sein (Panizza 2006, 27). In diesem Sinne wird der Begriff bzw. seine Abkürzung auch im Folgenden ausschließlich für diesen internationalen Aspekt verwendet.

Um das Ausmaß von „Original Sin“ für einzelne Volkswirtschaften empirisch greifbar zu machen, konstruieren Eichengreen, Hausmann und Panizza (2005b, 20–21) auf Grundlage der Statistiken der „Bank for International Settlements“ (BIS) mehrere Indizes. Der Index OSIN1 wird von ihnen für die dort erfassten Bestände internationaler Schuldverschreibungen wie folgt definiert:

$$OSIN1_i = 1 - \frac{\text{Int. Schuldverschreibungen ausgegeben von Land } i \text{ in Landeswährung } i}{\text{Int. Schuldverschreibungen ausgegeben von Land } i}$$

Dementsprechend nimmt OSIN1 für ein Land, das alle seine internationalen Schuldverschreibungen in der eigenen Landeswährung begibt, den Wert 0 an. Für ein Land, das keine dieser Schuldverschreibungen in eigener Währung begibt, beträgt der Wert hingegen 1.

4 US-Dollar (46,3 %), Euro (39,4 %), Britisches Pfund (7,7 %), Japanischer Yen (1,1 %), Schweizer Franken (0,8 %)

Wird eine Landeswährung auch im Ausland bzw. von „non-residents“ zur Denominierung internationaler Schuldverschreibungen genutzt, ergäbe sich für dieses Land bzw. seine „residents“ die Möglichkeit, das Risiko eventuell vorhandener Schuldverschreibungen in Fremdwährung durch Tauschgeschäfte („swaps“) mit den ausländischen Titeln in der eigenen Währung abzusichern. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wird der Index OSIN3 von Eichengreen, Hausmann und Panizza folgendermaßen definiert:

$$OSIN3_i = \max\left(1 - \frac{\text{Int. Schuldverschreibungen in Landeswährung } i}{\text{Int. Schuldverschreibungen ausgegeben von Land } i}, 0\right)$$

Per definitionem werden bei diesem Index theoretisch mögliche negative Werte für Länder, bei denen der Wert internationaler Schuldverschreibungen in Landeswährung den Wert der im Inland ausgegebenen internationalen Schuldverschreibungen übersteigt, durch 0 ersetzt – kein Land könne schließlich mehr als die eigenen Verbindlichkeiten absichern. In der Bedeutung analog zu OSIN1 kann somit auch OSIN3 nur Werte zwischen 0 und 1 annehmen.

2.2.3 Makroökonomische Folgen

Von der oben genannten Definition ausgehend, identifizieren Eichengreen, Hausmann und Panizza (2005b, 27–28; 2007, 131-32) vier weitreichende makroökonomische Konsequenzen von „Original Sin“, wobei sie wiederholt die sich gegenseitig verstärkende Wirkung der genannten Aspekte betonen:

Vermögenseffekte durch Währungsinkongruenz. Für Volkswirtschaften, die gegenüber der übrigen Welt Nettoschuldner seien, führe die Denominierung ihrer Auslandsschulden in Fremdwährung zu einer Währungsinkongruenz („currency mismatch“) in der nationalen Bilanz, „projects that generate pesos will be financed in dollars.“ (Eichengreen und Hausmann 1999, 330). Aufgrund dieser Inkongruenz hätten Veränderungen des realen Wechselkurses wiederum Vermögenseffekte für die Gesamtwirtschaft: Gemessen in heimischer Währung steigt bei einer realen Abwertung der Wert der national aggregierten Verbindlichkeiten in Fremdwährung in Relation zu allen übrigen aggregierten Bilanzpositionen, dementsprechend steigt die Belastung durch Tilgung und Zins gemessen in „Pesos“ – obwohl die entsprechenden Beträge gemessen in „Dollars“ unverändert bleiben. Diese Bilanzeffekte machten den realen Wechselkurs zu einer entscheidenden

Größe für die Zahlungsfähigkeit solcher Volkswirtschaften gegenüber ihren internationalen Gläubigern.

Für die Tätigkeit der Zentralbanken der betroffenen Länder bedeute dies signifikante Einschränkungen: Ihre Möglichkeiten für eine antizyklischen Geldpolitik seien begrenzt, da Zinssenkungen in wirtschaftlich schlechten Zeiten zu einer realen Abwertung mit den oben skizzierten Folgen führen könnten. Die Festsetzung der kurzfristigen Zinssätze würde vielmehr einseitig vom Ziel einer Stabilisierung des realen Wechselkurses dominiert.

Einschränkung der Kreditgeber letzter Instanz. Weiterhin beschränke das Vorhandensein von Verbindlichkeiten in Fremdwährung (was wiederum Nettoschulden gegenüber dem Ausland impliziert) auch die Fähigkeit der Zentralbanken betroffener Länder im Fall von Liquiditätskrisen, als Kreditgeber letzter Instanz zu agieren. Liquidität in unbegrenzter Höhe können Zentralbanken schließlich nur in der von ihnen selbst ausgegebenen Währung bereitstellen (Fritz und Metzger 2006, 5), wobei die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätskrisen durch bestehende Währungsinkongruenzen im einheimischen Finanzsektor wiederum erhöht werde (Fritz und Metzger 2006, 5).

Erhöhung der Risikoprämie. Aufgrund der beiden vorher genannten Faktoren seien in Volkswirtschaften mit einem hohen Ausmaß von „Original Sin“ die Einkommen variabler, Kapitalströme volatiler und das Finanzsystem insgesamt fragiler. Da dies an den Finanzmärkten bekannt sei, würde die Schuldenaufnahme betroffener Länder mit einer zusätzlichen Risikoprämie versehen (womit in erster Linie höhere Zinsen gemeint sein dürften), was den Kreditnehmern wiederum weniger Spielraum hinsichtlich ihrer Zahlungsfähigkeit lasse.

Höhere Akkumulation von Währungsreserven. Um das Ausmaß von Währungsinkongruenzen auf national aggregierter Ebene zu verringern oder sogar ganz auszugleichen, neigten von „Original Sin“ betroffene Volkswirtschaften zu einer vergleichsweise stärkeren Akkumulation von Währungsreserven. Angesichts der niedrigeren Erträge von Währungsreserven im Vergleich zu einer tatsächlichen Kapitalanlage sei allerdings auch diese „hedging“-Strategie mit gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden. Zudem steht sie grundsätzlich nur jenen Volkswirtschaften offen, die durch eine aktive Handels- und Dienstleistungsbilanz Einkünfte in Fremdwährungen generieren können (Fritz und Metzger 2006, 8).

Ihre Argumentation wird von den drei Autoren mit den Ergebnissen breit angelegter empirischer Untersuchungen untermauert:

Demnach war im Zeitraum 1980-1999 die Volatilität des realen Wirtschaftswachstums gemessen in US-Dollar in 43 untersuchten Ländern mehr als doppelt so hoch wie gemessen in lokaler Währung (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005b, 29). Im gleichen Zeitraum kam es zu 53 Fällen, in denen das nominale BIP eines Landes gemessen in US-Dollar im Jahresvergleich um mehr als 30 % zurückging. Die Veränderung des realen BIP gemessen in Landeswährung betrug in diesen Fällen im Durchschnitt aber lediglich -2 Prozent (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005b, 30). Angesichts dieser Zahlen kommen die Autoren zum Ergebnis: „The collapse in the capacity to pay is related more to real exchange rate movements than to output declines.“ (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005b, 30) Dementsprechend müsse das Risiko eines Zahlungsausfalls für von „Original Sin“ betroffene Volkswirtschaften trotz vergleichbarer oder sogar geringerer Schuldenstandsquoten höher eingestuft werden als für Volkswirtschaften, die nicht davon betroffen sind. Diese Implikation wird durch eine Regressionsanalyse erhärtet, die – kontrolliert nach wirtschaftlichem Entwicklungsstand und Quoten öffentlicher Verschuldung, einen starken Effekt von „Original Sin“ (erfasst durch den Index OSIN3) auf das Fremdwährungs-Kreditrating aufzeigt (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005b, 30–31).

Ergebnis einer weiteren Regressionsanalyse – kontrolliert nach wirtschaftlichem Entwicklungsstand, Offenheitsgrad und Schuldenstandsquoten – ist eine statistisch signifikante negative Korrelation zwischen „Original Sin“ (OSIN3) und der Flexibilität nominaler Wechselkurse. Dies bedeute, dass in von „Original Sin“ betroffenen Ländern im Falle von Schocks „mehr Arbeit“ (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005a, 35) auf den heimischen Leitzins zukomme, verbunden mit einer erhöhten Volatilität einheimischer Zinssätze und einer stärker restriktiven Geldpolitik (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005b, 32–35).

Eine dritte Regressionsanalyse offenbart: Kontrolliert nach wirtschaftlichem Entwicklungsstand, Offenheitsgrad, Auslandsverschuldung und Volatilität der „terms of trade“, besteht eine statistisch signifikante, positive Korrelation zwischen dem Ausmaß an „Original Sin“ (OSIN3) und der Volatilität sowohl des Wirtschaftswachstums als auch der

grenzüberschreitenden Kapitalströme (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005b, 35–36).

Der Befund einer statistisch signifikanten, positiven Korrelation trifft schließlich auch für den Zusammenhang zwischen „Original Sin“ (OSIN3) und der relativen Größe nationaler Währungsreserven (im Verhältnis zur Geldmenge M2) zu, wobei die entsprechende Regressionsanalyse nach wirtschaftlichem Entwicklungsstand, Offenheitsgrad und Auslandsverschuldung kontrolliert wurde (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2007, 134–35).

2.2.4 Länderübergreifende Ursachen

Empirisch breit angelegt ist auch Eichengreen, Hausmann und Panizzas (2005a) Untersuchung zu den Ursachen von „Original Sin“. Mit einem weiteren Bündel von Regressionsanalysen wird von ihnen zunächst ein möglicher Zusammenhang zwischen „Original Sin“ (gemessen in OSIN3) und den folgenden „üblichen Verdächtigen“ (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005a, 233) länderspezifischer Stärken bzw. Schwächen überprüft: Stand der wirtschaftlichen Entwicklung, Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, Zahlungsfähigkeit öffentlicher Haushalte, Entwicklungsstand wirtschaftlicher Institutionen, Handelsverflechtung und relative Größe des einheimischen Finanzsystems. Im Ergebnis zeigt sich allerdings für keinen der genannten Faktoren eine robuste Korrelation mit dem Ausmaß von „Original Sin“ (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005a, 234–49).

Für die drei Autoren sind daher – wie bereits in Abschnitt 2.2.2 angedeutet – die Ursachen von „Original Sin“ in erster Linie in den Mechanismen eines globalisierten Finanzmarktes zu suchen. Ein Portfolio internationaler Schuldtitel nach verschiedenen Währungen zu diversifizieren, sei mit Transaktionskosten verbunden. Die Anzahl der zur Denominierung verwendeten Währungen sei daher in jedem Fall begrenzt und ihre Auswahl erfolge maßgeblich unter Berücksichtigung des jeweiligen Grenznutzens für eine größere Risikostreuung. In dieser Hinsicht seien dann die Währungen großer Volkswirtschaften eindeutig im Vorteil, denn die breitere wirtschaftliche Basis ihres Währungsraums sorge auch für ein höheres Maß an Diversifizierung wirtschaftlicher Risiken (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005a, 249).

Zur Bekräftigung dieser Argumentation verweisen Eichengreen, Hausmann und Panizza auf die ebenso signifikante wie robuste negative Korrelation zwischen der Größe einer Volkswirtschaft (gemessen in Kennzahlen wie dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), dem einheimischen Kreditvolumen oder dem Umfang des Außenhandels) und dem Ausmaß an „Original Sin“ gemessen in OSIN3. Die Fähigkeit, internationale Schulden in einheimischer Währung einzugehen (gleichbedeutend mit einem niedrigen Wert von OSIN3), konzentrierte sich also stark auf die großen Volkswirtschaften. Die Tatsache, dass zusätzlich auch die Schweiz und das Vereinigte Königreich sehr geringe Werte von OSIN3 aufweisen, wird von ihnen hingegen mit historisch gewachsenen Netzwerkeffekten erklärt (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005a, 234, 250).

Eine Alternative zu diesem eher mikrofundierten Erklärungsansatz für die Ursachen von „Original Sin“ stellen post- bzw. monetär-keynesianische Theorien des Weltwährungssystems dar (z.B. Heine und Herr 2013, 697–700; de Paula, Fritz, und Prates 2017). Hier sorgt in erster Linie eine „nichtpekuniäre Ertragsrate“ (Heine und Herr 2013, 699) für eine hierarchische Ordnung der verschiedenen Währungen der Weltwirtschaft. In enger Anlehnung an Keynes’ „General Theory“ bezeichnen de Paula, Fritz und Prates diese Ertragsrate als „Liquiditätsprämie“, die die mit der Verfügungsmacht über einen bestimmten Vermögensgegenstand verbundene Annehmlichkeit oder Sicherheit zum Ausdruck bringe (2017, 185). Konkreter fassen Heine und Herr unter dem Begriff „Währungsprämie“ die spezifische Vermögenssicherungsqualität einer Währung, die durch einen breiten „Mix“ an ökonomischen und gesellschaftlich-institutionellen Faktoren bestimmt wird (2013, 698–99). Gemäß dieses Ansatzes sorgt vor allem ihre im Vergleich (deutlich) höhere Liquiditäts- bzw. Währungsprämie dafür, dass nur wenige „Leitwährungen“ grenzüberschreitend Geldfunktionen übernehmen und dabei auch bei der Denominierung internationaler Schuldtitel anderen Währungen vorgezogen werden.

2.2.5 Internationale monetäre Kooperation als Ausweg

Zusammengefasst sehen sich von „Original Sin“ betroffene Volkswirtschaften also gewissermaßen mit einer ökonomischen „Zwickmühle“ konfrontiert – insbesondere dann, wenn sie gegenüber der übrigen Welt Nettoschuldner sind. Einerseits sorgt die Denominierung ihrer internationalen Schulden in Fremdwährung für zahlreiche

Beschränkungen der nationalen Geld- und Wechselkurspolitik, mit negativen Folgen für gesamtwirtschaftliches Wachstum und Stabilität (siehe Abschnitt 2.2.3). Andererseits entzieht sich das Problem „Original Sin“ aufgrund seiner internationalen Ursachen (siehe Abschnitt 2.2.4) einer nachhaltigen und vor allem auch kurz- bis mittelfristigen Lösung im nationalstaatlichen Rahmen. In dieser Situation kommt internationaler monetärer Koordinierung und Kooperation eine Schlüsselrolle zu, um eine Reduzierung von „Original Sin“ und den damit verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten zu ermöglichen.

Hinsichtlich möglicher Formen einer solchen multilateralen Zusammenarbeit unterscheiden Fritz und Metzger (2006) anhand der jeweils involvierten Währungsräume zwischen Nord-Süd- und Süd-Süd-Kooperationen. Unter der Bezeichnung „Süd-Süd“ werden von den Autorinnen alle Kooperationsformen subsumiert, die ohne Beteiligung einer internationalen Leitwährung erfolgen (2006, 3–4). In diesem Rahmen könnten Instrumente wie ein koordiniertes Blockfloating oder ein gemeinsamer Pool an Währungsreserven zwar das Grundproblem „Original Sin“ für die beteiligten Volkswirtschaften nicht unmittelbar beseitigen, jedoch das Ausmaß seiner negativen makroökonomischen Folgen spürbar begrenzen. Gleichzeitig könnten solche zunächst eher graduellen Maßnahmen einen Prozess sich vertiefender monetärer Integration anstoßen, der mittel- bis langfristig zu einer Reduzierung des Ausmaßes von „Original Sin“ beitragen könne (Fritz und Metzger 2006, 20–21).

Unter Nord-Süd-Kooperation verstehen Fritz und Metzger hingegen die koordinierte Integration einer von „Original Sin“ betroffenen Volkswirtschaft in den Währungsraum einer internationalen Leitwährung, vorzugsweise jener, in der der größte Anteil von Auslandsschulden denominiert ist (2006, 20). Mit einem solchen Schritt wäre eine schnelle „Erlösung“ von „Original Sin“ verbunden: Das Problem der Währungsinkongruenz würde für die bestehenden internationalen Schulden zu einem beträchtlichen Teil und für die Neuaufnahme von Schulden im Ausland komplett entfallen. Gleichzeitig stünde mit der Zentralbank des Leitwährungsraums fortan ein effektiver Kreditgeber letzter Instanz zur Verfügung. Und angesichts dieser dauerhaften Verbesserungen ihrer finanziellen Stabilität dürfte die betroffene Volkswirtschaft zukünftig auch von niedrigeren Zinssätzen profitieren (Fritz und Metzger 2006, 6). Dementsprechend erscheint die Option einer Nord-Süd-Kooperation den Autorinnen grundsätzlich als „sehr attraktiv“ (Fritz und Metzger 2006, 20). Ihr wesentliches Manko sei allerdings eine sehr beschränkte Verfügbarkeit. Auf

absehbare Zeit sei das skizzierte Szenario lediglich für aufstrebende Volkswirtschaften, die bereits Mitglied der EU sind, realistisch – in Form eines Beitritts zur Eurozone (Fritz und Metzger 2006, 6). Für eben jene Volkswirtschaften kommt Panizza zu einer ähnlich positiven Einschätzung, wobei er betont, dass – anders als im Falle einer einseitigen „Euroisierung“ – die Stabilisierung des Outputs im Beitrittsland Teil der Zielvorgaben der Europäischen Zentralbank (EZB) wird (2006, 34).

Angesichts der Erfahrungen der langen „Euro-Krise“ ab 2009 erscheint an dieser Stelle noch eine Differenzierung angebracht: Als Gemeinschaftswährung wird der Euro von der EZB als supranationaler Institution emittiert. Dementsprechend sind Schuldtitel in Euro für *alle* Mitgliedsländer der Eurozone in einer Währung denominiert, die sie nicht selbst ausgeben und nicht alleine kontrollieren können (De Grauwe 2014, 7–10; Schmidt und Krämer 2019, 206). Ob in Euro denominierte Schulden für die Mitgliedsstaaten der Eurozone wie Schulden in Fremdwährung wirken (was für von „Original Sin“ betroffene Neumitglieder dem sprichwörtlichen Sprung vom „Regen in die Traufe“ gleichkäme) oder nicht, hängt dabei maßgeblich von der Politik der EZB ab. Hausmann fasst hierzu pointiert wie folgt zusammen: „Whether euro debt is or is not foreign debt, depends on ECB policy. If Super-Mario⁵ is willing to buy an indeterminate number of these bonds („whatever it takes“) then it is more like domestic debt. Without such a policy it is foreign debt.“ (Hausmann nach Schmidt und Krämer 2019, 207).

3 Analyse der Situation Polens anhand des OCA-Ansatzes

3.1 Symmetrie der wirtschaftlichen Entwicklung

Für eine Einschätzung der Kosten und Nutzen eines Beitritts Polens zur Eurozone im Rahmen der OCA-Theorie bildet die Asymmetrie von Schocks bzw. die Symmetrie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ein erstes zentrales Kriterium (siehe Abschnitt 2.1.3). Dem realwirtschaftlichen Paradigma dieses Erklärungsansatzes folgend, sind dabei die

5 Gemeint ist offensichtlich Mario Draghi, Präsident der EZB von 2011 bis 2019.

Veränderungsraten von Output und Beschäftigung naheliegende Indikatoren um dieses Kriterium einschätzen zu können (De Grauwe 2014, 74).

Abbildung 2 zeigt die prozentuale Veränderung des realen BIPs pro Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum in Polen und der Eurozone für Anfang 2014 bis Ende 2023. Bereits auf den ersten Blick vermittelt sie ein gemischtes Bild. Einerseits verlaufen die „Fieberkurven“ des gesamtwirtschaftlichen Outputs in beiden Währungsräumen nicht völlig gegensätzlich, vielmehr ist eine Parallelität der Entwicklung durchaus erkennbar.

Andererseits liegt die Kurve für Polen in der weit überwiegenden Mehrzahl der Quartale über der des Euroraums, wobei die ersten zwei Quartale des Jahres 2021 sowie die Quartale Q4/2022 bis einschließlich Q2/2023 die Ausnahmen bilden. Bis in die jüngste Vergangenheit konnte Polen also stets höhere Wachstums- bzw. geringere Schrumpfungsraten als die Eurozone aufweisen. Für einzelne Quartale betrachtet mögen diese Differenzen nicht unbedingt Schockwirkung entfalten, im Zeitverlauf können sie aber einen kumulativen Effekt entfalten und zu einer zunehmenden Asymmetrie der wirtschaftlichen Entwicklung führen.

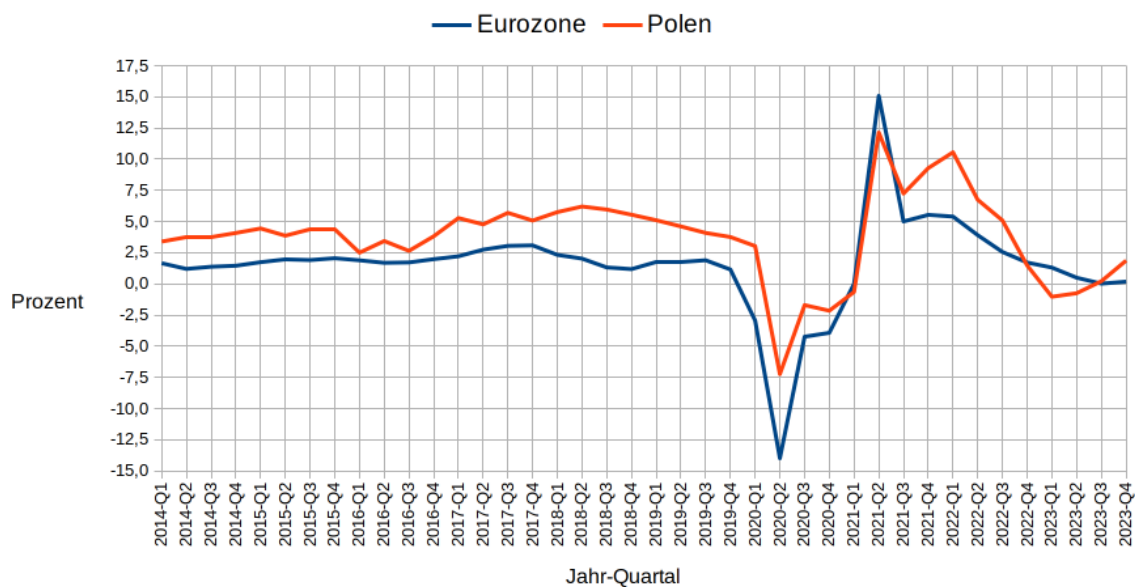


Abbildung 2: Veränderung des realen BIP in Polen und der Eurozone Q1/2014–Q4/2023 (zum Vorjahresquartal, verkettet, kalender- und saisonbereinigt), eigene Darstellung nach (OECD 2024c)

Eine einfache statistische Auswertung der Daten mithilfe der Open Source-Software JASP untermauert diese intuitiven Überlegungen, ihre Ergebnisse sind in den Tabellen 1 und 2 aufgeführt.

Tabelle 1: Deskriptive Analyse des realen Wirtschaftswachstums in Polen und der Eurozone Q1/2014–Q4/2023

	Eurozone	Polen
n	40	40
Mittelwert	1,535	3,767
Standardabweichung	3,837	3,486
Minimalwert	-13,985	-7,236
Maximalwert	15,080	12,144

Tabelle 2: Korrelationsanalyse des realen Wirtschaftswachstums in Polen und der Eurozone Q1/2014–Q4/2023

Korrelationskoeffizient nach Pearson	0,862
p-Wert	<0,001
Rangkorrelationskoeffizient nach Spearman	0,812
p-Wert	<0,001

Da die vorliegenden Daten nicht eindeutig normalverteilt sind und die starken Extremwerte der Jahre 2020 und 2021 möglicherweise für Verzerrungen sorgen, wurde zusätzlich zur Produkt-Moment-Korrelation nach Pearson auch die Rangkorrelation nach Spearman berechnet. Mit einem Wert des Korrelationskoeffizienten von jeweils über 0,8 deuten die Ergebnisse beider Berechnungen allerdings in die selbe Richtung. Demnach ist für den Beobachtungszeitraum durchaus von einem starken positiven Zusammenhang zwischen dem realen Wirtschaftswachstum in beiden Währungsräumen auszugehen. Grosso modo ging ein höheres Wirtschaftswachstum in der Eurozone also mit einem höheren Wirtschaftswachstum der polnischen Wirtschaft einher – und umgekehrt. Die wirtschaftlichen Entwicklung scheint daher grundsätzlich gleichgerichtet zu verlaufen.

Die deskriptive Analyse der Daten deutet hingegen auf Asymmetrien in der wirtschaftlichen Entwicklung hin. Zwar ergibt sie eine ähnliche Standardabweichung, was für eine ähnliche Volatilität des wirtschaftlichen Wachstums spricht. Doch unterscheiden sich die jeweiligen Mittelwerte der Wachstumsraten markant: In der Eurozone wird ein

Wert von gut 1,5 % Prozent erreicht, in Polen beträgt der Durchschnittswert hingegen gut 3,7 %.

Zusammengefasst: Außer in der ersten Hälfte des Jahres 2023 lassen sich im gewählten Zeitraum zwar keine asymmetrischen Schocks erkennen, gleichzeitig erscheint es falsch von einer hohen Symmetrie in der Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Outputs zu sprechen. Vergleicht man die beiden Währungsräume mit zwei Schiffen, dann waren sie zwar meist in dieselbe Richtung unterwegs – aber mit ganz unterschiedlichen Geschwindigkeiten.

Abbildung 3 zeigt die Veränderung der Arbeitslosenquoten in Polen und der Eurozone zwischen Q1/2014 und Q4/2023, ebenfalls jeweils im Vergleich zum Vorjahresquartal und in Prozent (also nicht wie in der medialen Berichterstattung oft üblich in Prozentpunkten). Auch hier ist eine grundsätzliche Ähnlichkeit der Form der Kurven erkennbar, wenn auch weniger ausgeprägt als bei den Veränderungsdaten des realen BIPs. Dabei scheint die Veränderung der Beschäftigung in Polen aber größeren Schwankungen unterworfen gewesen zu sein als in der Eurozone.

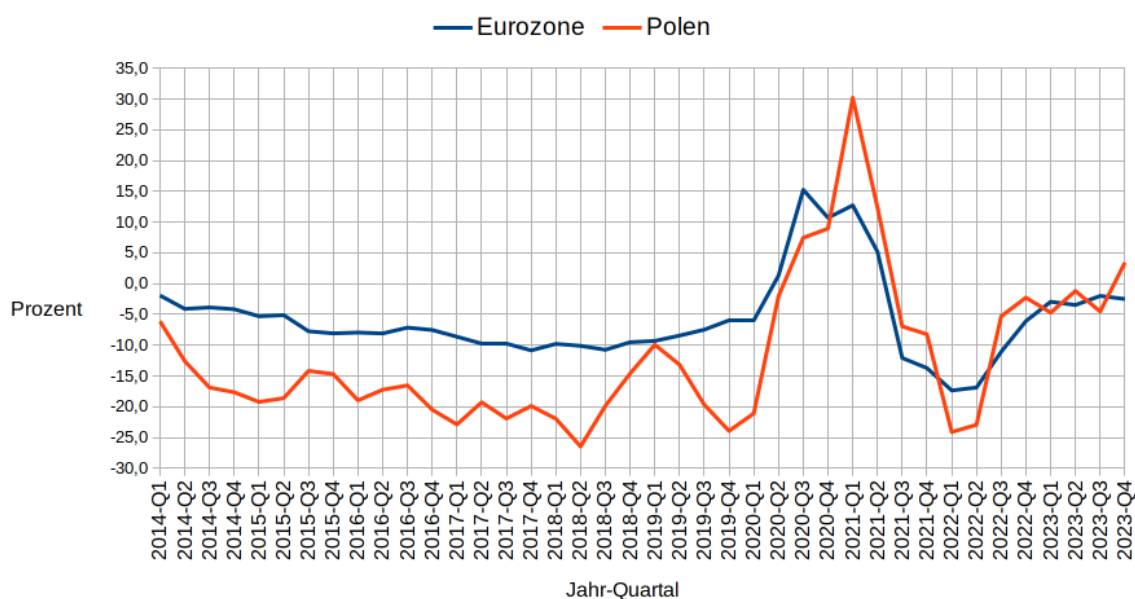


Abbildung 3: Veränderung der offiziellen Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone Q1/2014–Q4/2023 (zum Vorjahresquartal, kalender- und saisonbereinigt), eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (OECD 2024b)

Genauere Ergebnisse liefert eine erneute Korrelationsanalyse mit JASP, deren Ergebnisse in den Tabellen 3 und 4 dargestellt sind. Spiegelbildlich zur Entwicklung des Outputs war der Rückgang der Arbeitslosenquote in Polen insgesamt deutlich stärker als im Euroraum,

was sich in entsprechend unterschiedlichen prozentualen Durchschnittswerten niederschlägt. In Polen nahm die Arbeitslosenquote im Schnitt um gut 11,6 % pro Quartal ab, in der Eurozone um gut 5,7 %. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Standardabweichung für diese Werte in Polen mit gut 11,9 % beinahe doppelt so hoch war wie im Gebiet des Euro (gut 6,9 %). Die Zu- und Abnahme der Arbeitslosigkeit und damit im Umkehrschluss der gesamtwirtschaftlichen Beschäftigung war in Polen also deutlich stärkeren Schwankungen unterworfen als im Euro-Währungsraum.

Tabelle 3: Deskriptive Analyse der Veränderung der Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone Q1/2014–Q4/2023

	Eurozone	Polen
n	40	40
Mittelwert	-5,746	-11,684
Standardabweichung	6,913	11,944
Minimalwert	-17,346	-26,456
Maximalwert	15,256	30,206

Tabelle 4: Korrelationsanalyse der Veränderung der Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone Q1/2014–Q4/2023

Korrelationskoeffizient nach Pearson	0,781
p-Wert	<0,001
Korrelationskoeffizient nach Spearman	0,622
p-Wert	<0,001

Dementsprechend war auch die Korrelation zwischen den Veränderungen der Arbeitslosenquote in Polen und der Eurozone schwächer ausgeprägt als beim Output. Korrelationskoeffizienten von 0,781 (nach Pearson) bzw. 0,622 (nach Spearman) sprechen hier für einen insgesamt mittelstarken positiven Zusammenhang.

3.2 Wirtschaftliche Offenheit und Verflechtung

Das zweite Schlüsselkriterium der OCA-Theorie nimmt wie in Abschnitt 2.1.4 beschrieben den Grad wirtschaftlicher Offenheit einer Volkswirtschaft und ihre Verflechtung mit den Partnern der bereits existierenden oder angedachten Währungsunion in den Blick. In

Anlehnung an McKinnon (1963, 721) wird als maßgeblicher Indikator dabei üblicherweise der Außenhandelsquotient verwendet. Diese Kennzahl beschreibt das Verhältnis der gesamten Im- und Exporte von Gütern und Dienstleistungen eines Jahres (gemessen in laufenden Preisen) zum nominalen BIP desselben Jahres (Baldwin und Wyplosz 2020, 367).

Der Befund fällt dabei recht eindeutig aus (siehe Abbildung 4): Im gesamten Zeitraum war die polnische Volkswirtschaft von einem hohen Maß an wirtschaftlicher Offenheit gekennzeichnet. Bereits 2013 entsprach der Gesamtwert aller im- und exportierten Güter und Dienstleistungen gut 93 % des im selben Jahr erzeugten BIPs. Der polnische Außenhandelsquotient lag somit noch über dem Wert der Euro-Länder (84 %) und deutlich über der entsprechenden Kennzahl für die OECD-Staaten (56 %), die mit den USA auch eine sehr große, eher geschlossene Volkswirtschaft zu ihren Mitgliedern zählt. Bemerkenswert ist auch, dass der Außenhandelsquotient für Polen von diesem hohen Niveau ausgehend in den folgenden acht Jahren noch deutlich stärker anstieg als im Euroraum. Unter dem Einfluss weltweit sprunghaft steigender Preise kam es 2021 und 2022 dann in beiden Währungsräumen zu einem ähnlich steilen Anstieg. 2022 betrug der Außenhandelsquotient Polens dementsprechend gut 130 %.

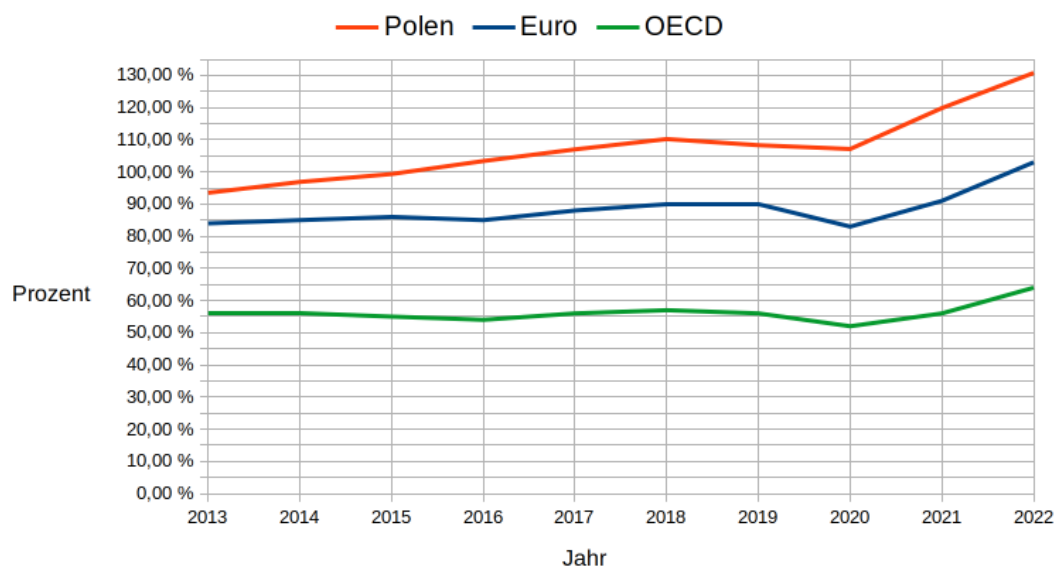


Abbildung 4: Außenhandelsquotienten von Polen, der Euro- und der OECD-Mitgliedsstaaten 2013–2022, für Polen eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (Statistics Poland 2014-2023a; 2014-2023b), für Eurozone und OECD eigene Darstellung nach (World Bank 2024e)

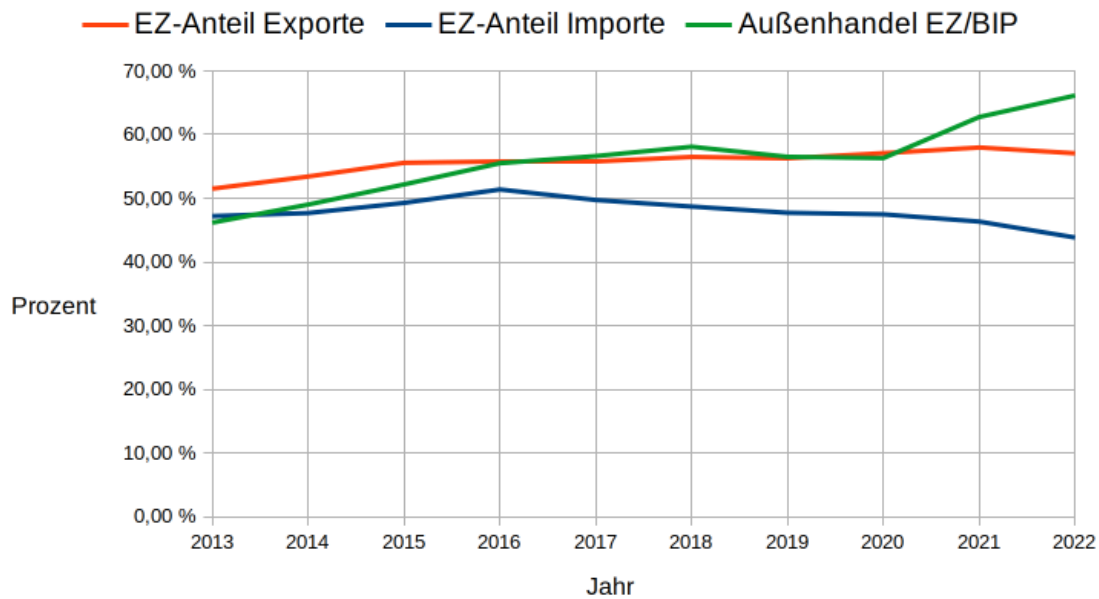


Abbildung 5: Anteil der Eurozone an den polnischen Im- und Exporten sowie gesamter polnischer Außenhandel mit der Eurozone im Verhältnis zum BIP 2013–2022, eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (Statistics Poland 2014-2023a; 2014-2023b)

Mithilfe der Jahrbücher des polnischen Statistischen Hauptamts konnte für den Zeitraum 2013 bis 2022 auch der Anteil der Staaten der Eurozone an den Im- und Exporten des Landes eingegrenzt werden. Die Ergebnisse können Abbildung 5 entnommen werden: Die Kurven „EZ-Anteil Importe“ und „EZ-Anteil Exporte“ zeigen den prozentualen Anteil der Staaten der Eurozone an den polnischen Im- und Exporten von Gütern und Dienstleistungen. Die Kurve „Außenhandel EZ/BIP“ beschreibt das Verhältnis der gesamten Im- und Exporte von Gütern und Dienstleistungen aus der bzw. in die Eurozone zum nominalen BIP, gewissermaßen einen auf die Eurozone beschränkten Außenhandelsquotienten.

Im genannten Zeitraum ging wertmäßig demnach stets mehr als die Hälfte der polnischen Exporte in die Eurozone, der Mittelwert betrug hier 55,7 %. Etwas geringer war der Anteil der Euro-Staaten an den Importen, im Durchschnitt betrug er 47,9 % des Gesamtwerts. Sowohl auf der Ausfuhr- wie auf der der Einfuhrseite blieb der Anteil des Euroraums dabei im Laufe der betrachteten zehn Jahre relativ konstant.

Da wie oben beschrieben der Gesamtwert aller Im- und Exporte im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt kontinuierlich zunahm, stieg dementsprechend auch der Quotient für die Aus- und Einfuhren in bzw. aus der Eurozone immer weiter an. 2022 betrug der Gesamtwert der polnischen Im- und Exporte von Gütern und Dienstleistungen aus bzw. in diesen Währungsraum gut 66 % des Bruttoinlandsprodukts des gleichen Jahres, im

Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2022 beläuft sich der Wert auf knapp 56 %. Alle diese Zahlen legen den Schluss nahe, dass die polnische Volkswirtschaft eng mit dem Euro-Währungsraum verflochten ist.

3.3 Mobilität von Produktionsfaktoren und fiskalische Integration

Abschließend sollen mit der Mobilität der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sowie der fiskalischen Integration zwei weitere Kriterien betrachtet werden, die wie in Abschnitt 2.1.6 beschrieben, ebenfalls eine wichtige Rolle für die Kosten/Nutzen-Abschätzung einer Währungsunion im Rahmen der OCA-Theorie bilden.

Die Freizügigkeit für Arbeitnehmer und Selbstständige und der freie Kapitalverkehr gehören zu den sogenannten „vier Freiheiten“ des europäischen Binnenmarkts, der alle Mitgliedsstaaten der Europäischen Union (EU) umfasst (bpb 2016). Da sowohl Polen als auch die Länder der Eurozone Mitglieder der EU sind, steht einer hohen Mobilität von Kapital und Arbeit zwischen den beiden Währungsräumen rein rechtlich also bereits heute nichts im Wege.

Dass von der Möglichkeit des unbeschränkten Kapitalverkehrs zwischen der Eurozone und Polen insbesondere in eine Richtung bereits regen Gebrauch gemacht wird, zeigen die Abbildungen 6 und 7. Zuflüsse aus der Eurozone machten im Zeitraum 2013 bis 2022 den „Löwenanteil“ der ausländischen Direktinvestitionen in Polen aus, im Durchschnitt stammten über 80 % dieser Kapitalimporte aus den Euro-Ländern. Bei den polnischen Direktinvestitionen im Ausland nahm die Bedeutung des Euro-Währungsraums als Zielgebiet hingegen im selben Zeitraum zunehmend ab.

Dabei gilt es allerdings den unterschiedlichen Stellenwert der zu- und abfließenden Direktinvestitionen insgesamt zu beachten. Der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen entsprach im betrachteten Zeitraum pro Jahr im Durchschnitt 3,3 % des polnischen Bruttoinlandsprodukts, ein höherer Wert als der gewichtete Durchschnitt für die Eurozone selbst (2,8 %) oder die OECD-Staaten (2,1 %) (World Bank 2024a). Die polnischen Direktinvestitionen im Ausland beliefen sich durchschnittlich hingegen auf lediglich 1,1 % des Bruttoinlandsprodukts, ein deutlich niedrigerer Wert als die Durchschnittswerte für Eurozone (3,9 %) und OECD (2,4 %) (World Bank 2024b).

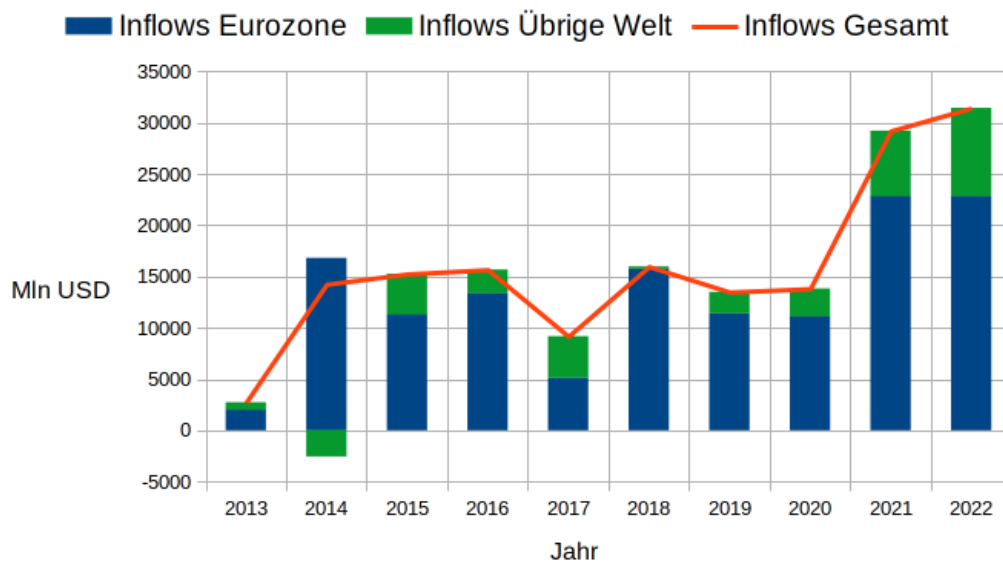


Abbildung 6: Anteil der Eurozone an den ausländischen Direktinvestitionen in Polen 2013–2022, eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (National Bank of Poland 2013–2022a)

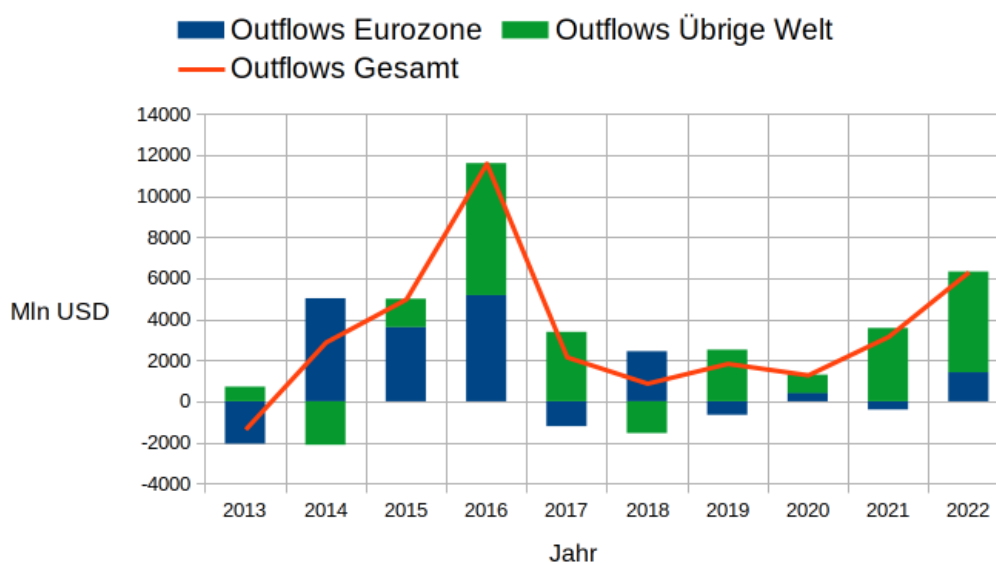


Abbildung 7: Anteil der Eurozone an den polnischen Direktinvestitionen im Ausland 2013–2022, eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (National Bank of Poland 2013–2022b)

Im Vergleich zu den Kapitalbewegungen lässt sich die Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit deutlich schwieriger erfassen. Im Rahmen dieser Arbeit kann daher nur versucht werden, einen groben Umriss der Situation zu skizzieren. Abbildung 8 zeigt für den Zeitraum 2015 bis 2023 die Anzahl ausländischer Beschäftigter, die jeweils zum Jahresende bei der polnischen Sozialversicherungsanstalt angemeldet waren. Unschwer lässt sich hier ein starker Aufwärtstrend erkennen, innerhalb von acht Jahren hat sich die

Zahl ausländischer Beschäftigter von knapp 200.000 auf gut 1,1 Millionen Menschen mehr als verfünffacht. Allerdings stammten zuletzt nur gut 40.000 dieser Arbeitnehmer aus der EU. Demnach dürfte auch die Zahl von Arbeitnehmer*innen aus der Eurozone in Polen sehr gering sein.

Ende 2023 veröffentlichte die polnische Statistikbehörde eine Schätzung der Anzahl polnischer Staatsbürger*innen, die sich im Zeitraum 2017 bis 2022 jeweils zum Jahresende für 12 Monate oder mehr außerhalb des Landes aufhielten (Abbildung 9). Zumindest zwei ihrer Ergebnisse dürften sich auch auf die Teilgruppe der polnischen Arbeitnehmer*innen im Ausland übertragen lassen: ein hinsichtlich der Gesamtzahl leicht rückläufiger Trend und eine durchaus große Bedeutung der EU als Zieldestination. Leider enthält die Veröffentlichung keine vollständige Aufschlüsselung nach Zielländern, allerdings ist davon auszugehen, dass ein Gutteil der polnischen Staatsbürger*innen in der EU sich in Staaten der Eurozone niedergelassen hat.

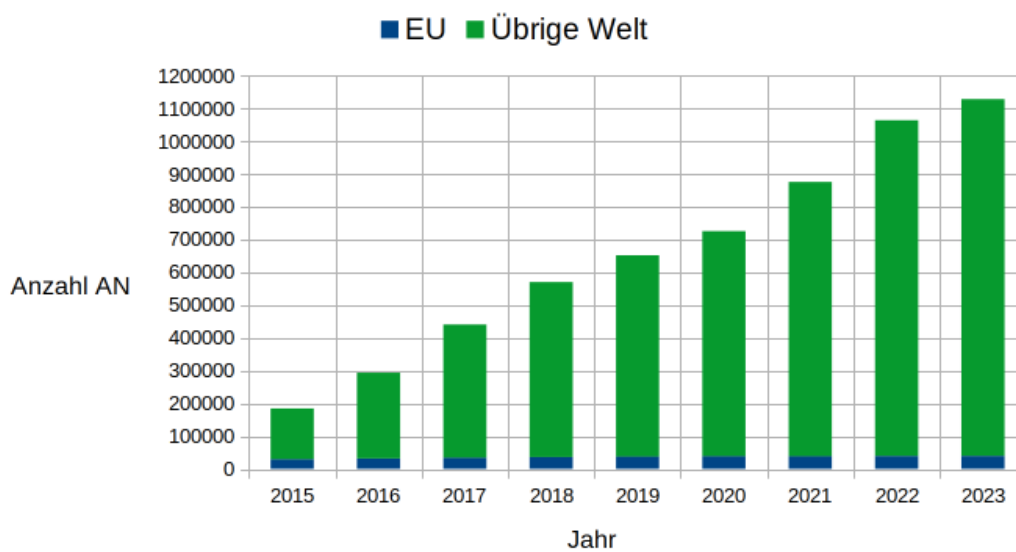


Abbildung 8: Anzahl der im polnischen Sozialversicherungssystem angemeldeten ausländischen Beschäftigten 2015–2023, eigene Darstellung nach (ZUS 2024)

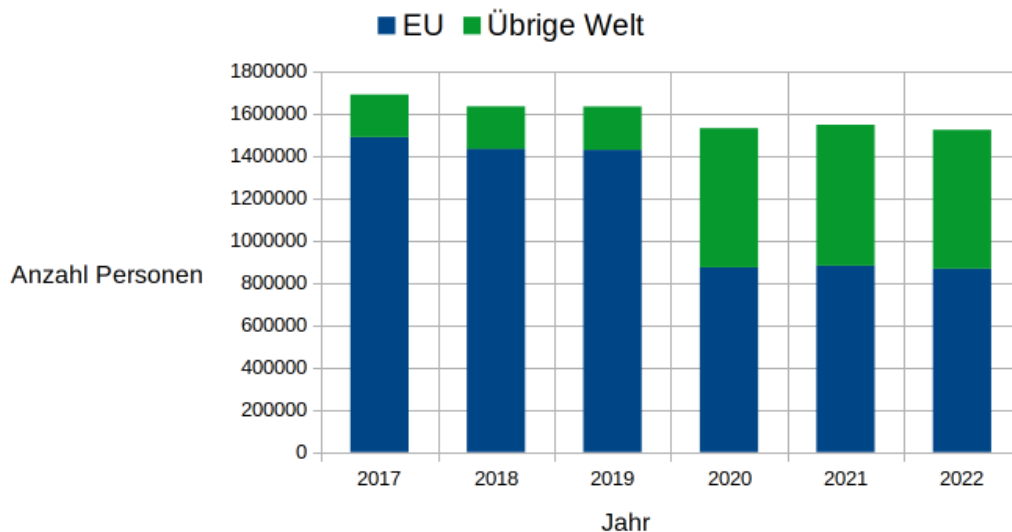


Abbildung 9: Geschätzte Anzahl polnischer Staatsbürger*innen, die sich für mehr als 12 Monate im Ausland aufhalten 2017–2022, eigene Darstellung nach (Statistics Poland 2023)

Zusammenfassend lassen sich diese Zahlen wie folgt bewerten: Eine gewisse Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit ist zwischen Polen und der Eurozone durchaus gegeben – allerdings richtete sich diese bislang fast ausschließlich in eine Richtung. Arbeitskräfte strömten vor allem aus Polen in die Eurozone, interessanterweise war ihre Bewegungsrichtung somit quasi gegenläufig zum Produktionsfaktor Kapital.

Eher knapp kann zuletzt die Betrachtung des Kriteriums einer fiskalischen Integration ausfallen. Zwar ist Polen seit Jahren der summenmäßig größte „Netto-Empfänger“ innerhalb der EU, wobei sich die Netto-Zahlungen aus den diversen Fonds und Fazilitäten 2023 in der durchaus relevanten Größenordnung von knapp 1,1 % des polnischen BIPs bewegten (bpb 2024). Aber diese Zahlungen sind offensichtlich nicht Bestandteil einer Zugehörigkeit zum Euro-Währungsraum, sie sind „lediglich“ an die Mitgliedschaft in der EU gebunden. Ein Euro-Beitritt Polens würde diesbezüglich also keinen Unterschied machen.

Die Eurozone selbst ist derzeit von der weitgehenden Abwesenheit fiskalischer Integration im Sinne Kenens (1969) geprägt (Baldwin und Wyplosz 2020, 368; Krugman, Obstfeld, und Melitz 2023, 716). Durch den Europäischen Fiskalpakt wurden lediglich Grenzen für die Schuldenstandsquoten der nationalen Haushalte definiert, deren Verletzung finanziell sanktioniert werden kann. Und mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus steht mittlerweile ein umfangreicher Fonds bereits, der in Zahlungsschwierigkeiten geratene Regierungen und Banken des Euroraums rekapitalisieren kann, vor allem durch die

Vergabe von an Auflagen gebundene Darlehen. Die Eurozone bildet aber nach wie vor in keinem Bereich ein einheitliches Steuergebiet, eine automatische oder bewusst geregelte Umverteilung von gemeinsamen Steuereinnahmen wie von Kenen (1969, 47) skizziert findet daher nicht statt. Die gemeinsame Schuldenaufnahme im Zuge des Programms „Next Generation EU“, die von manchen Beteiligten als erster Schritt in diese Richtung gesehen wurde, findet – wie ihr Name schon verrät – wiederum im Rahmen der gesamten EU und nicht allein der Eurozone statt und ist daher im Hinblick auf die Frage der Euro-Einführung ebenfalls nicht unmittelbar relevant.

3.4 Zusammenfassung

Bleibt zum Abschluss dieses Kapitels die Frage: Zu welchem Ergebnis kommt die Kosten-Nutzen-Analyse einer möglichen Euro-Einführung in Polen auf Basis der OCA-Theorie in der Gesamtschau? Unter Rückgriff auf das in Abschnitt 2.1.5 dargestellte Modell der wesentlichen Abwägungen des OCA-Ansatzes stellt Abbildung 10 den Versuch dar, die in diesem Rahmen gewonnenen Erkenntnisse in einem Bild zusammenzufassen.

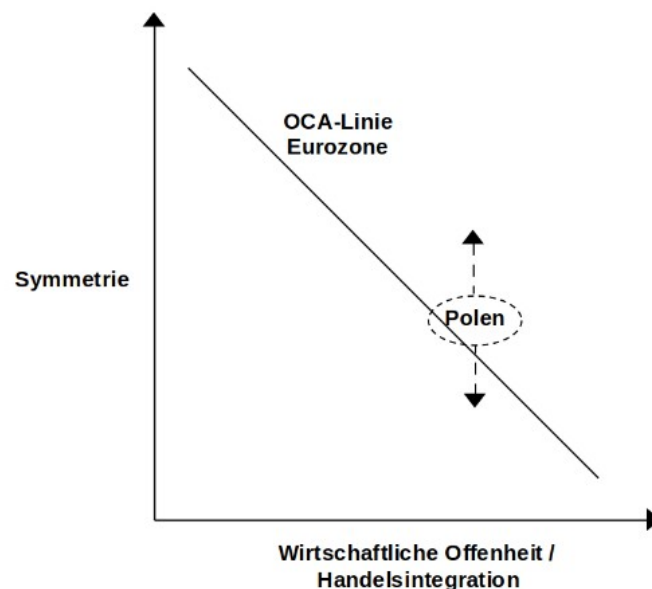


Abbildung 10: Polens Position gegenüber der Eurozone im Rahmen der OCA-Theorie, eigene Darstellung auf Basis von (Frankel 1999; De Grauwe 2014)

Hinsichtlich der Symmetrie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung lieferte Abschnitt 3.1 keine eindeutigen Ergebnisse. Bei den Veränderungen des Outputs zeigte sich im Laufe der letzten zehn Jahre eine durchaus hohe Korrelation zwischen Polen und der Eurozone, was

dagegen spricht, dass Schocks in den beiden Währungsgebieten häufig asymmetrisch auftreten. Andererseits waren aber die diesbezüglichen Wachstumsraten im Durchschnitt in Polen deutlich höher als im Eurogebiet. Der polnische Arbeitsmarkt war hingegen durch eine höhere Volatilität im Vergleich zur Eurozone gekennzeichnet, spiegelbildlich zur Entwicklung des Outputs nahm hier die Arbeitslosigkeit insgesamt aber deutlich stärker ab als in der Eurozone.

Im Sinne einer Konvergenz der realen Wirtschaftsleistung dürfte insbesondere von polnischer Seite durchaus großes Interesse daran bestehen, dass diese Unterschiede auch in Zukunft vorerst Bestand haben. Mundells (1961) Überlegungen folgend könnte sich im Falle eines Beitritts zum Währungsraum des Euro dann allerdings die Geldpolitik der EZB für das „Teilgebiet“ Polen mittel- und langfristig als zu lax herausstellen. Gesamtwirtschaftliche Kosten in Form von steigender Inflation und einer erhöhten Gefahr der Bildung von Preisblasen wären die Folge. So kam die polnische Nationalbank in ihrer letzten umfassenden Analyse einer möglichen Euro-Einführung aus dem Jahr 2014⁶ zu dem Schluss: „After joining the euro area, the level of interest rates set by the ECB could prove to be too low in relation to the needs of the Polish economy. This will pose the risk of building-up macroeconomic imbalances, among others, in the form of a real estate bubble.“ (National Bank of Poland 2014, 167).

Warum ein Beitritt zur Eurozone für Polen trotzdem vorteilhaft sein könnte, verrät vor allem ein Blick auf das zweite Meta-Kriterium der OCA-Theorie – wobei die Ergebnisse hier deutlich klarer ausfallen. In der jüngeren Vergangenheit war die polnische Volkswirtschaft stets durch ein hohes Maß an wirtschaftlicher Offenheit geprägt, die Im- und Exporte von Gütern und Dienstleistungen haben demnach tragende Bedeutung für ihr „Geschäftsmodell“. Sie verflechten die Wirtschaft des Landes dabei insbesondere mit der Eurozone. Im Durchschnitt betrug der Wert der Ein- und Ausfuhren aus bzw. in diesen Währungsraum in den Jahren 2013 bis 2022 mehr als die Hälfte der polnischen Wirtschaftsleistung.

Geht man mit McKinnon (1963) nun davon aus, dass Polen hinsichtlich seiner handelbaren Güter und Dienstleistungen im Großen und Ganzen Preisnehmer ist, so dürfte angesichts dieser Zahlen die Beibehaltung einer eigenen Währung auch bei asymmetrisch auftretenden Schocks nur von zweifelhaftem Wert sein. Eine Auf- oder Abwertung der Landeswäh-

6 In der Zeit der Alleinregierung der Partei „Recht und Gerechtigkeit“ zwischen 2015 und 2023 wurden von der Nationalbank keine weiteren umfassenden Analysen zu diesem Thema erstellt.

zung Złoty dürfte in einer solchen Situation nur wenig zu einer Stabilisierung durch eine Anpassung der relativen Preise beitragen können. Mit Sicherheit groß wären hingegen die Auswirkungen auf das gesamte inländische Preisniveau, mit negativen Folgen für die Funktion des Złoty als verlässlichen Wertmesser und Wertaufbewahrungsmittel. Dies gilt natürlich auch für Wechselkursschwankungen, die auf mehr oder weniger spekulativer Grundlage erfolgen. Die starke Verflechtung der polnischen Wirtschaft mit dem Euro-Raum spricht andererseits dafür, dass der Nutzen einer gemeinsamen Währung angesichts dieser Konstellation besonders groß wäre. Für Transaktionen mit einem jährlichen Wert von über 50 % des polnischen Bruttoinlandsprodukts würden die Kosten für den Währungsumtausch und – noch wichtiger – das Wechselkursrisiko entfallen.

Zusätzlich spricht das Kriterium der Faktormobilität tendenziell dafür, dass Polen im Falle asymmetrischer Schocks auf eine Anpassung der relativen Preise durch eine Änderung des Wechselkurses verzichten kann. Kapital aus der Eurozone findet in hohen Größenordnungen seinen Weg nach Polen und ermöglicht so die konstante Erweiterung des Outputs. In umgekehrter Richtung haben sich polnische Arbeitnehmer*innen als durchaus mobil in Richtung Eurozone erwiesen, dieser „Kanal“ scheint für den Fall eines für Polen negativen asymmetrischen Schocks also grundsätzlich offenzustehen.

Insgesamt erscheint es durch den Rahmen der OCA-Theorie betrachtet also grundsätzlich nicht abwegig, dass ein Beitritt zur Eurozone für Polen mehr Nutzen als Kosten bedeuten würde. Dies dürfte umso mehr gelten, wenn man – wie die jüngste Generation dieser theoretischen Schule unter dem Schlagwort „Endogenität der OCA-Kriterien“ – davon ausgeht, dass ein Beitritt zur Gemeinschaftswährung Handelsverflechtung und Symmetrie weiter erhöhen würde (Frankel 1999, 28–30). Abbildung 10 verdeutlicht, dass aber bereits heute insbesondere die enge Verflechtung mit der Eurozone ein gewisses Maß an Asymmetrie hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung durchaus aufwiegen könnte. Ob es das Land aber tatsächlich über die OCA-Linie (an der sich Kosten und Nutzen eines Euro-Beitritts die Waage halten) „schafft“, dürfte in dieser „Modellwelt“ (Bofinger 2011, 538) wesentlich davon abhängen, wie die Symmetrie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung insbesondere auf längere Sicht beurteilt wird. Es ist diese verbleibende Unschärfe, die durch die beiden parallel zur y-Achse verlaufenden Pfeile angedeutet werden soll.

4 Analyse der Situation Polens anhand des OSIN-Ansatzes

4.1 „Original Sin“ in Zahlen

Um auf Grundlage des „Original Sin“-Erklärungsansatzes zu einer Bewertung der möglichen Einführung des Euro in Polen zu gelangen, gilt es zunächst zu klären, in welchem Ausmaß die mit diesem Schlagwort beschriebene Konstellation für das Land zutrifft. Hierzu werden im Folgenden die in Abschnitt 2.2.2 eingeführten Indizes OSIN1 und OSIN3 verwendet. Beide nutzen die Bestände internationaler Schuldverschreibungen als Indikator und konnten daher auf Basis der entsprechenden Datenbank der „Bank for International Settlements“ (BIS) berechnet werden.

Abbildung 11 zeigt die Entwicklung von OSIN1 von 2014 bis 2023 für Polen sowie zum Vergleich die entsprechenden kumulierten Werte für jene fünf mittel- und osteuropäischen Länder (MOST), die zwischen 2007 und 2015 bereits der Eurozone beigetreten sind (in chronologischer Reihenfolge: Slowenien, Slowakei, Estland, Lettland und Litauen).

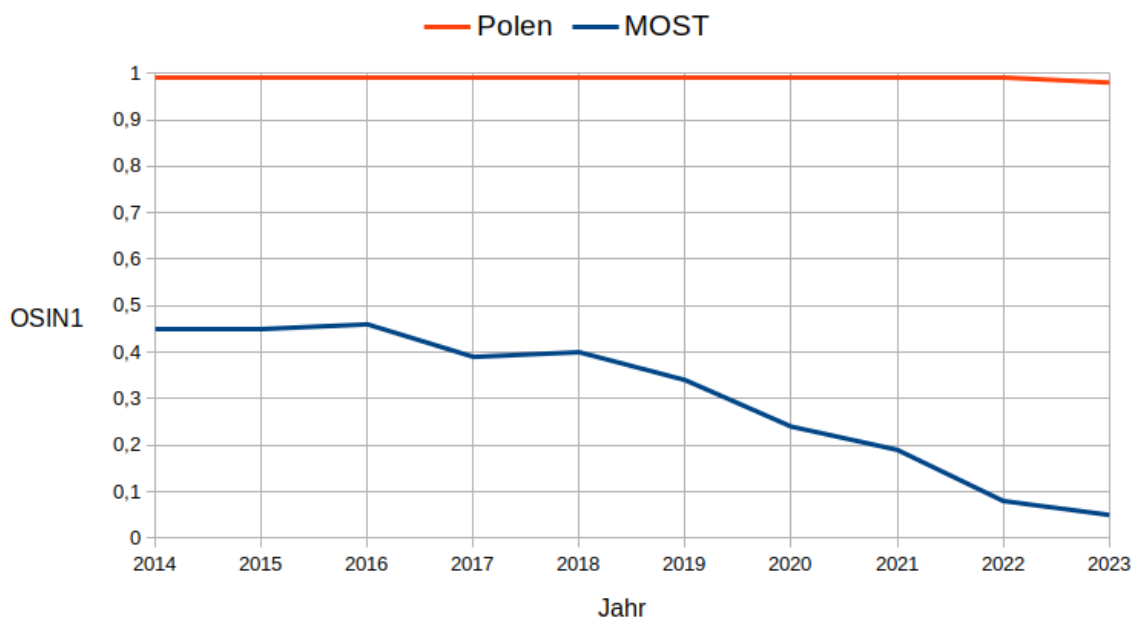


Abbildung 11: OSIN1 (jeweils per 31.12.) für Polen und die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone 2014-2023, eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (BIS 2024)

Für Polen betrug der Wert von OSIN1 im gesamten Zeitraum nahezu 1, was darauf schließen lässt, dass durchgehend nur ein äußerst geringer Bruchteil der im Land begebenen internationalen Schulden in Złoty denominiert wurde. Für die mittel- und osteuropäischen

Mitglieder der Eurozone (MOST) hatte OSIN1 hingegen bereits 2014 einen Wert von unter 0,5 – im Umkehrschluss gleichbedeutend mit der Tatsache, dass in den genannten Volkswirtschaften schon mehr als die Hälfte der internationalen Schuldverschreibungen in Landeswährung denominiert war. Maßgeblich angetrieben durch entsprechende Veränderungen der Denominierungen in den zuletzt der Eurozone beigetretenen Ländern Lettland und Litauen verringerte sich der Wert von OSIN1 für die MOST-Staaten in den folgenden zehn Jahren kontinuierlich auf 0,05 im Jahr 2023, sodass für diese Länder mittlerweile davon auszugehen ist, dass sie die weit überwiegende Mehrheit ihrer Auslandsschulden in Landeswährung (also in Euro) begeben.

Wie in Abschnitt 2.2.2 ausgeführt, berücksichtigt der Index OSIN3 die Möglichkeit, das Risiko internationaler Schuldtitel in Fremdwährung durch „swaps“ mit im Ausland bzw. durch „non-residents“ begebenen Titeln in der jeweiligen Landeswährung zu verringern. Die entsprechenden Werte für Polen und die MOST-Länder für 2014 bis 2023 können Abbildung 12 entnommen werden.

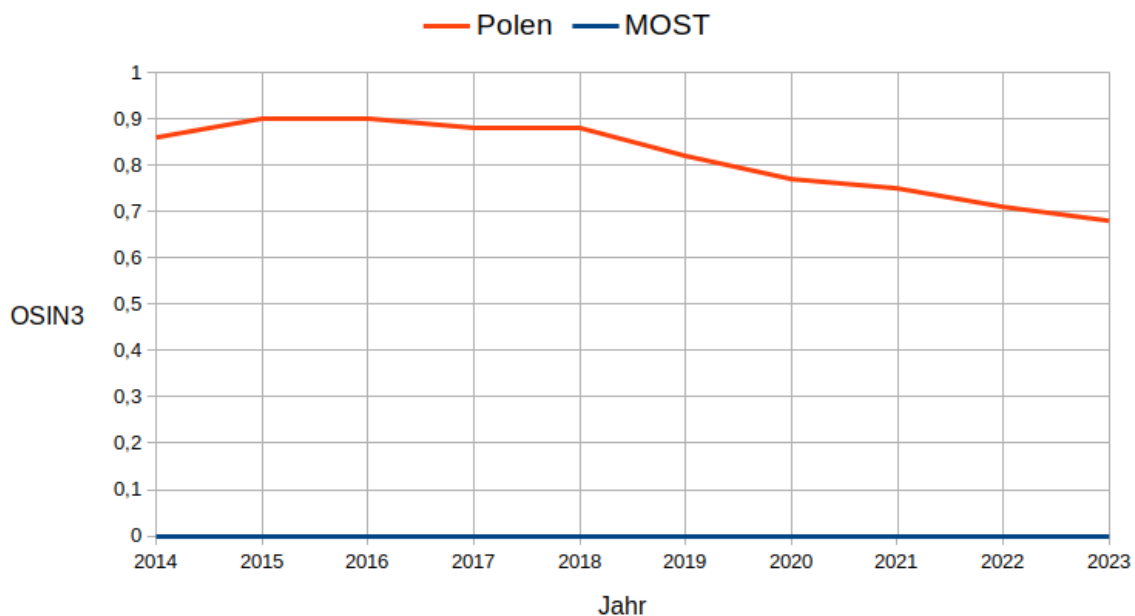


Abbildung 12: OSIN3 (jeweils per 31.12.) für Polen und die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone 2014-2023, eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (BIS 2024)

Bedingt durch das in Relation zu ihren Beständen an Auslandsanleihen riesige Volumen von in Euro denominierten internationalen Schuldverschreibungen, betrug der Wert von OSIN3 für die mittel- und osteuropäischen Euro-Länder durchgehend 0. Für Polen ließ sich im genannten Zeitraum hingegen ein Rückgang auf insgesamt aber hohem Niveau

beobachten. Für die Jahre 2014 bis 2018 betrug der Mittelwert hierbei 0,88, für die folgenden fünf Jahren (2019-2023) sank er auf 0,75 ab. Angesichts des für das Land gleichbleibenden Werts von OSIN1 kann diese Reduzierung dabei nur durch eine deutliche Zunahme der Emission von in Złoty denominierten internationalen Schuldtiteln durch „non-residents“ zustande gekommen sein.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass Polen in erheblichem Maße von „Original Sin“ betroffen ist: Die von seinen „residents“ begebenen Auslandsanleihen werden beinahe vollständig in Fremdwährungen denominiert, das weit überwiegende Gros der Schuldverschreibungen in der Landeswährung Złoty wird hingegen von „non-residents“ emittiert. Im Vergleich entspricht die Entwicklung in den mittel- und osteuropäischen Mitgliedern der Eurozone hingegen der durch Fritz und Metzger (2006) und Panizza (2006) prognostizierten schnellen „Erlösung“ von „Original Sin“ durch einen Beitritt zur europäischen Gemeinschaftswährung.

4.2 Entwicklung der Netto-Auslandsverschuldung

Eine Analyse des Auslandsvermögensstatus („international investment position“) Polens bildet im nächsten Schritt die Basis für eine grundlegende Einschätzung der makroökonomischen Folgewirkungen von „Original Sin“ für das Land. Abbildung 13 zeigt diese Aufstellung beispielhaft per 31.12.2023. Sie stellt in Bilanzform Höhe und Struktur des Finanzvermögens polnischer „residents“ im Ausland einerseits („assets“ bzw. Aktiva, mit positivem Vorzeichen) und von „non-residents“ in Polen andererseits („liabilities“ bzw. Passiva, mit negativem Vorzeichen) dar sowie die sich daraus jeweils ergebenden Saldi. Gemäß der international verwendeten Richtlinien des Internationalen Währungsfonds (IWF) gelten dabei nur die grau hinterlegten Teilmengen als Schuldenpositionen (IMF 2014, 81–84, 252). Alle „Equity“-Positionen stellen hingegen Unternehmensbeteiligungen dar, die mit keiner Rückzahlungspflicht verbunden sind. Im Falle eines Passivsaldos können sie dementsprechend als Teil des „Eigenkapitals“ der aggregierten nationalen Bilanz aufgefasst werden. Die Währungsreserven („reserve assets“) der Zentralbank eines Landes stellen grundsätzlich eine Forderung gegenüber der übrigen Welt dar und finden sich deshalb auf der Aktivseite wieder.

	Assets	Liabilities	Net
Direct Investment	102.954	410.323	-307.369
- Equity	31.739	281.877	-250.138
- Debt Instruments	71.215	128.446	-57.231
Portfolio Investment	57.503	146.219	-88.716
- Equity Securities	22.084	48.016	-25.932
- Debt Securities	35.419	98.203	-62.784
Financial Derivatives	13.772	10.148	3.624
Other Investment	119.315	202.192	-82.877
- Other Equity	4.671	175	4.496
- Debt Instruments	114.644	202.017	-87.373
Reserve Assets	193.812		193.812
- Monetary Gold	23.784		23.784
- Other Reserve Assets	170.028		170.028
Net International Investment Position			-281.526

Abbildung 13: Auslandsvermögensstatus Polens per 31.12.2023 in Millionen US-Dollar, eigene Darstellung auf Basis von (National Bank of Poland 2024b)

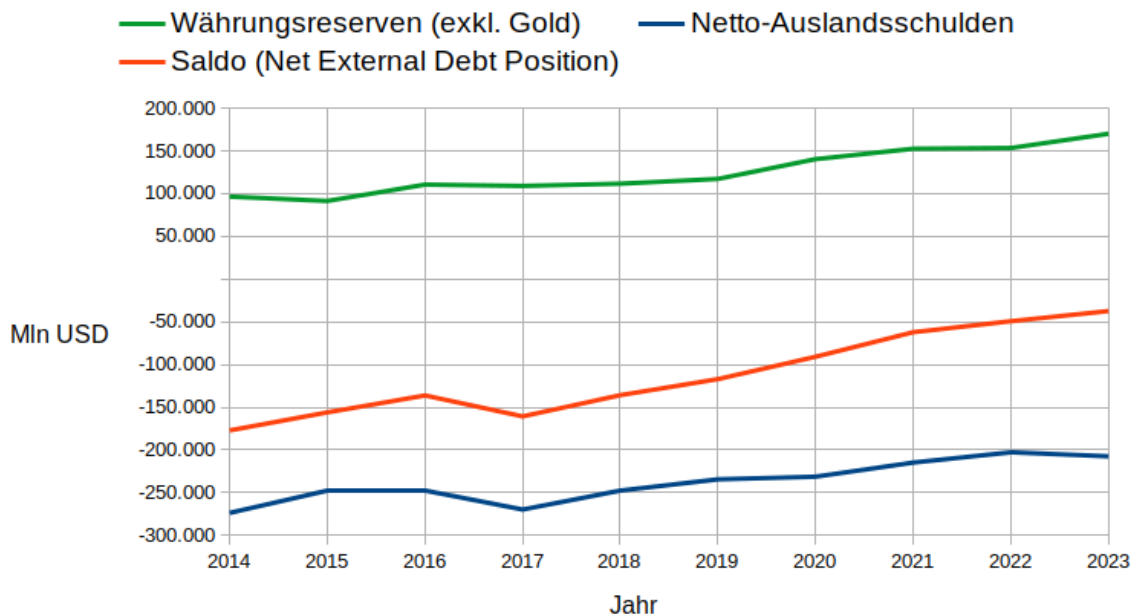


Abbildung 14: Polnische Netto-Auslandsschulden, Währungsreserven (ohne Gold) und der sich hieraus ergebende Saldo 2014-2023 (jeweils per 31.12.), eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (National Bank of Poland 2024b)

Indem Aktiva und Passiva der so definierten Schuldenpositionen zunächst saldiert und anschließend addiert werden, kann nun die Höhe der Netto-Auslandsschulden bestimmt werden. Für das Jahr 2023 ergibt sich so beispielsweise ein Betrag von 207,388 Mrd. USD. Die blaue Linie in Abbildung 14 zeigt die auf diese Weise errechneten Beträge für Polen für die Jahre 2014 bis 2023. Ihre Lage macht grundsätzlich deutlich: Im gesamten Zeitraum war das Land gegenüber der übrigen Welt Nettoschuldner, allerdings verringerte sich die Höhe dieser Nettoschulden durchaus deutlich von 273,5 Mrd. US-Dollar im Jahr 2014 auf wie bereits erwähnt knapp 207,4 Mrd. US-Dollar im Jahr 2023 (eigene Berechnung auf Basis von (National Bank of Poland 2024b)).

Wie in Abschnitt 2.2.3 dargestellt, sorgt die Kombination aus Netto-Auslandsschulden und „Original Sin“ für eine Währungsinkongruenz in der nationalen Bilanz Polens. Das Ausmaß dieser Inkongruenz kann im Rahmen dieser Arbeit allerdings nicht absolut beziffert werden. Die zur Berechnung von OSIN1 und OSIN3 verwendeten internationalen Schuldverschreibungen Polens hatten laut BIS-Datenbank zum Jahresende 2023 einen Gesamtwert von 75,1 Mrd. US-Dollar (BIS 2024). Ein Blick auf Abbildung 13 macht deutlich, dass dies nur eine Teilmenge der polnischen Passiva aus Auslandsschulden abbildet, deren Wert sich per 31.12.2023 auf insgesamt 428,7 Mrd. US-Dollar belief (National Bank of Poland 2024a). Nicht zuletzt aus eigener Anschauung in der beruflichen Praxis erscheint es dem Autor durchaus plausibel, dass sich die in der BIS-Datenbank erfasste Verteilung der Denominierung dieser Teilmenge tendenziell auch auf andere Schuldenpositionen übertragen lässt, zum Beispiel auf konzerninterne „intercompany“-Kredite. Eine exakte Aufschlüsselung der Denominierung der Schuldenpositionen aus den Bereichen „Direct Investment“ und „Other Investment“ verbleibt allerdings als Desiderat.

Den prozentualen Anteil von Euro (EUR), US-Dollar (USD), sonstigen Fremdwährungen und der Landeswährung Złoty an der Denominierung der von der BIS erfassten internationalen Schuldverschreibungen Polens zeigt Abbildung 15. Im Durchschnitt wurden zwischen 2014 und 2023 wertmäßig gut 70 % dieser Schuldverschreibungen in Euro denominiert, knapp 22 % in US-Dollar. Wie in Abschnitt 4.1 bereits ausgeführt, spielte die Landeswährung Złoty (PLN) mit einem durchschnittlichen Anteil von unter einem Prozent hingegen nur eine marginale Rolle bei der Denominierung von internationalen Schuldverschreibungen polnischer „residents“.

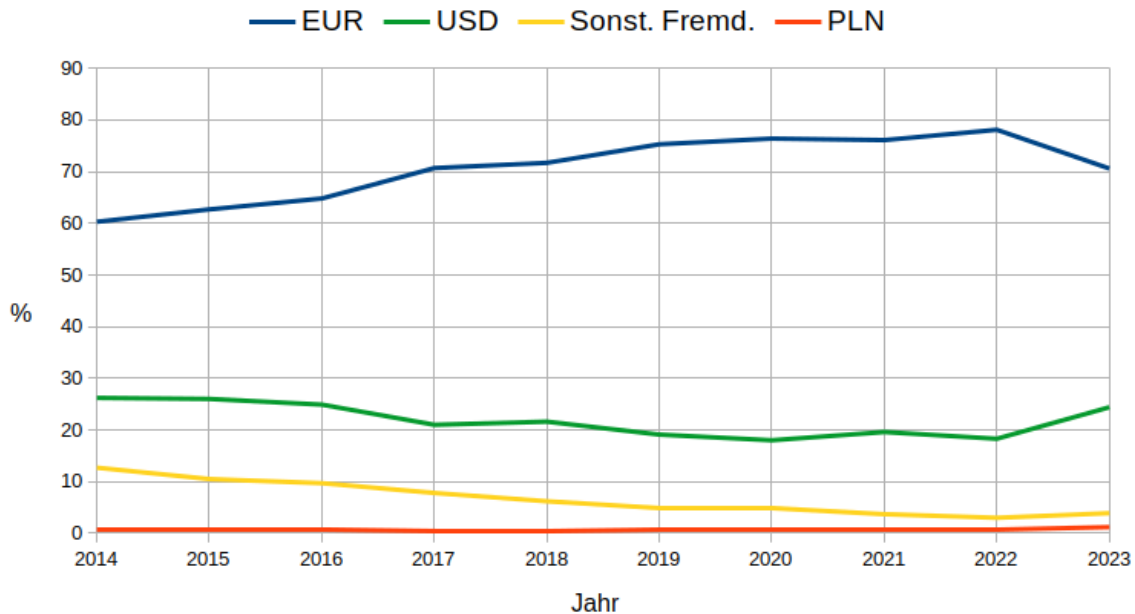


Abbildung 15: Zur Denominierung internationaler Schuldverschreibungen polnischer „residents“ verwendete Währungen 2014-2023 (in Prozent), eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (BIS 2024)

Wie ebenfalls in Abschnitt 2.2.3 ausgeführt, kann die Größe einer Währungsinkongruenz auf aggregierter Ebene durch die vorhandenen Währungsreserven der Zentralbank reduziert werden. Die grüne Linie in Abbildung 14 stellt deshalb die Entwicklung dieser Reserven (exklusive der Goldreserven) für Polen im genannten Zeitraum dar: Zwischen 2014 (96,5 Mrd. USD) und 2023 (170,0 Mrd. USD) nahm dabei der Wert dieser Position um 76,1 % zu. Dieser Aufwuchs dürfte maßgeblich dadurch ermöglicht worden sein, dass das Land in dieser Zeit stets beträchtliche Überschüsse im grenzüberschreitenden Handel mit Waren und Dienstleistungen erzielen konnte, nach Angaben der polnischen Zentralbank beliefen sich diese für den gesamten Zeitraum auf insgesamt gut 194 Mrd. US-Dollar (National Bank of Poland 2024a).

Den Saldo aus Netto-Auslandsschulden und Währungsreserven (exklusive Goldreserven) zeigt die orange Linie in Abbildung 14, ihre Werte entsprechen damit der Netto-Auslandsverschuldung („net external debt position“)⁷ nach IWF-Definition (IMF 2014, 82). Sie macht deutlich, dass die Ausmaße der Währungsinkongruenz infolge von „Original Sin“ auf aggregierter Ebene für Polen in den vergangenen Jahren insgesamt deutlich geringer geworden sein dürften, denn ab 2017 nahm die „net external debt position“ des Landes kontinuierlich ab. Ende 2023 betrug sie noch rund 37,4 Mrd. US-

⁷ Um eine Verwechslung mit den Netto-Auslandsschulden zu vermeiden, wird für diese Kennzahl im Folgenden ausschließlich der englische Begriff verwendet.

Dollar, was 4,6 % des Bruttoinlandsprodukts entsprach (eigene Berechnung auf Basis von (National Bank of Poland 2024b; World Bank 2024c)). Diese Entwicklung spricht grundsätzlich auch für eine Verringerung der mit einer solchen Inkongruenz verbundenen makroökonomischen Risiken. Erreicht wurde dies nicht nur durch die Reduzierung der Netto-Auslandsschulden, sondern maßgeblich auch durch die Akkumulation von Währungsreserven. Die mit dieser Vorgehensweise verbundenen Opportunitätskosten dürften daher ebenfalls eine wichtige Folge von „Original Sin“ für die polnische Volkswirtschaft darstellen.

4.3 Stellenwert von Netto-Auslandsverschuldung und Währungsreserven

Für eine bessere Interpretation erscheint es sinnvoll, abschließend auch relative Größen der im vorherigen Abschnitt herausgearbeiteten Zahlen zu betrachten. Abbildung 16 zeigt die Entwicklung der polnischen Netto-Auslandsschulden und der „net external debt position“ im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung (BIP) des Landes für die vergangenen zehn Jahre. Bedingt durch die oben beschriebene Reduzierung ihrer absoluten Größe einerseits und einer Steigerung des nominalen BIP um kumuliert gut 50 % andererseits (World Bank 2024c), kam es für beide Kennzahlen zu einem signifikanten Rückgang. Mit einem Wert von 25,6 % (Netto-Auslandsschulden) bzw. 4,6 % („net external debt position“) des BIP für das Jahr 2023 bleiben sie aber makroökonomisch durchaus relevant.

Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn die Netto-Auslandsschulden und die „net external debt position“ im Verhältnis zur Größe des einheimischen Bankensektors betrachtet werden (Abbildung 17). Da die Aktiva der monetären Finanzinstitute Polens (exklusive Zentralbank) in den vergangenen zehn Jahren mit kumuliert gut 62 % noch stärker als die Wirtschaftsleistung des Landes wuchsen (OECD 2024a), nimmt das Gewicht der internationalen Netto-Verbindlichkeiten im Verhältnis sogar noch etwas deutlicher ab: von 65,0 % (2014) auf 30,3 % (2023) für die Netto-Auslandsschulden und von 42,1 % (2014) auf 5,5 % (2023) für die „net external debt position“.

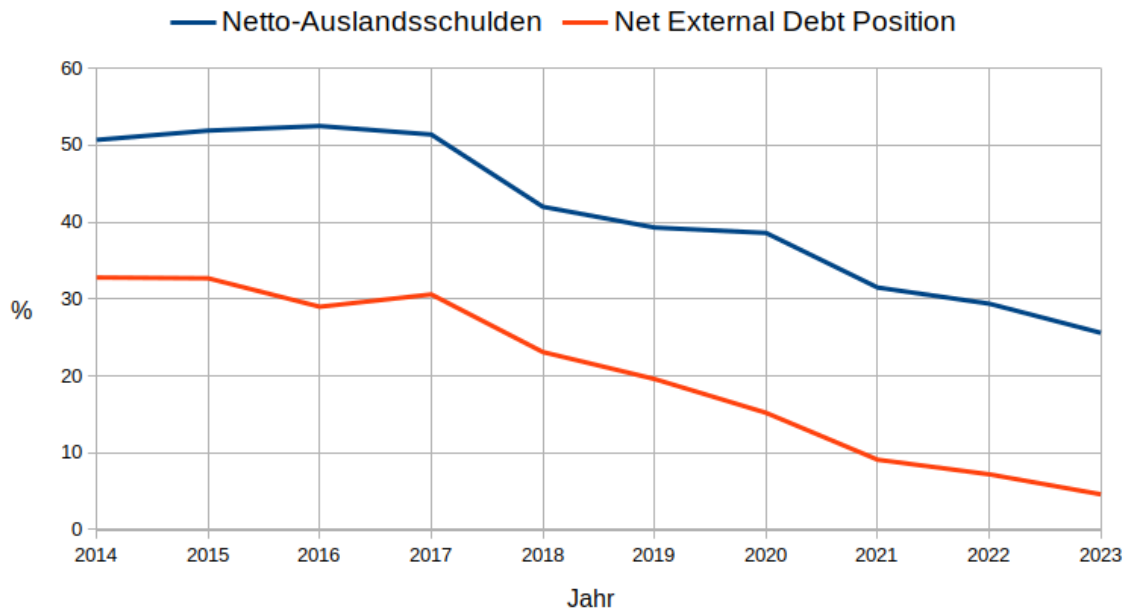


Abbildung 16: Netto-Auslandsschulden und „net external debt position“ Polens im Verhältnis zum nominalen BIP 2014-2023 (in Prozent), eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (National Bank of Poland 2024b; World Bank 2024c)

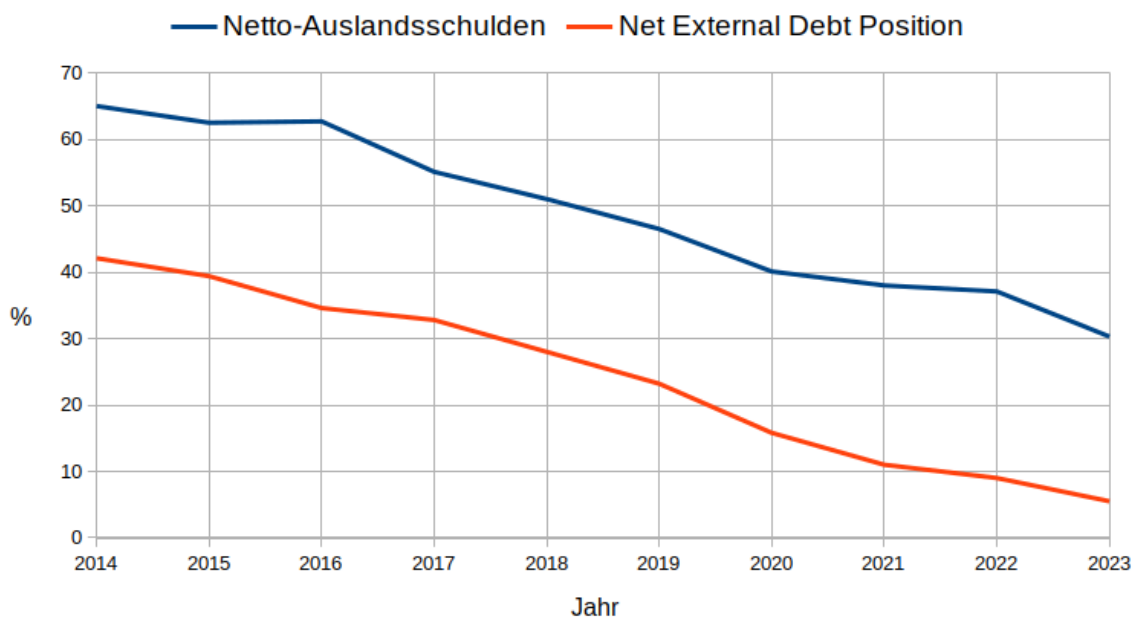


Abbildung 17: Netto-Auslandsschulden und „net external debt position“ Polens im Verhältnis zu den Aktiva monetärer Finanzinstitute (konsolidiert, ohne Zentralbank) 2014-2023 (in Prozent), eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (National Bank of Poland 2024b; OECD 2024a)

Den Zusammenhang zwischen „Original Sin“ und der Größe von Währungsreserven unterstreicht zuletzt Abbildung 18. Sie zeigt die Größe der Währungsreserven (wiederum exklusive Goldreserven) im Verhältnis zum BIP für Polen, kumuliert für die ost- und

mitteleuropäischen Euro-Länder, sowie kumuliert für die Eurozone insgesamt. Die so ermittelten Kurven machen deutlich, dass die relative Größe der polnischen Währungsreserven konstant einem vielfachen der entsprechenden Werte für die MOST-Länder und der Eurozone insgesamt entspricht. Für die Jahre 2014 bis 2023 betrug sie für das Land im Durchschnitt 20,9 % der jährlichen Wirtschaftsleistung, für die MOST-Länder hingegen nur 5,6 % und für die Eurozone insgesamt lediglich 3,1 %. Tatsächlich war der Wert der polnischen Währungsreserven (exklusive Gold) im Jahr 2023 mit 170 Milliarden US-Dollar deutlich höher als jeweils für die drei größten Volkswirtschaften der Eurozone – also für Deutschland (100,4 Mrd. USD), Frankreich (79,2 Mrd. USD) und Italien (84,8 Mrd. USD) (World Bank 2024d).

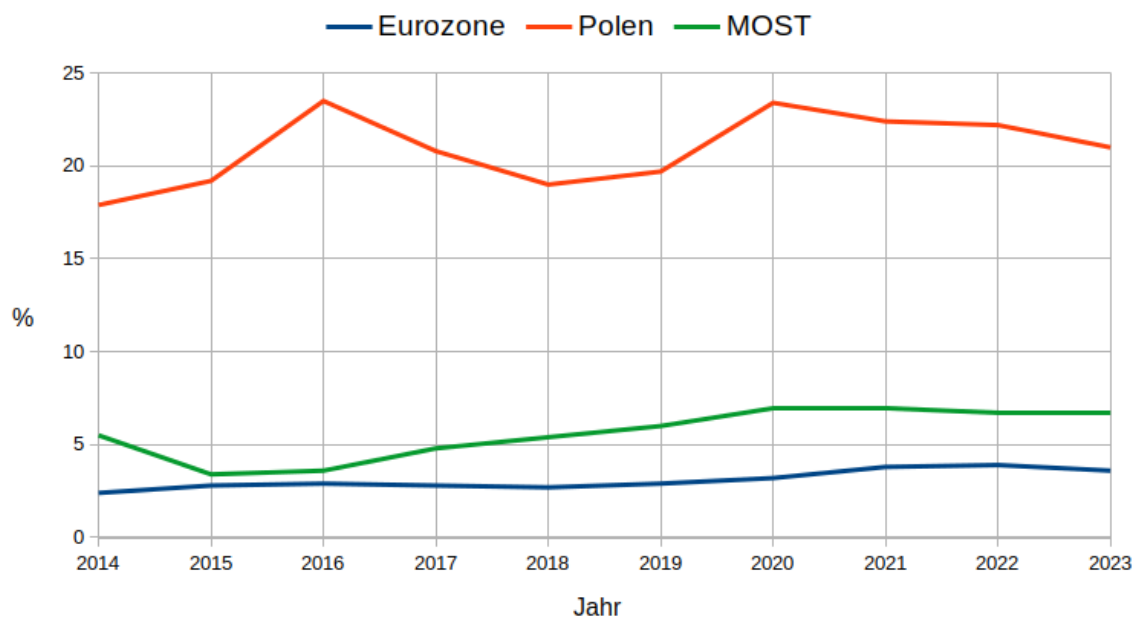


Abbildung 18: Größe der Währungsreserven Polens, der mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone und der Eurozone insgesamt im Verhältnis zum nominalen BIP 2014-2023, eigene Berechnung und Darstellung auf Basis von (World Bank 2024d; 2024c)

4.4 Zusammenfassung

Zum Abschluss dieses Kapitels soll nun versucht werden, auch die im Rahmen des „Original Sin“-Erklärungsansatzes gesammelten „Puzzleile“ hinsichtlich eines möglichen Beitritts Polens zur Eurozone zu einem Gesamtbild zusammenzufügen. Wie in Abschnitt 4.1 dargestellt, ist das Land grundsätzlich von der unter diesem Schlagwort gefassten Unvollständigkeit der internationalen Finanzmärkte (Eichengreen, Hausmann, und Panizza

2005b) betroffen. Die Indizes OSIN1 und OSIN3 weisen darauf hin, dass polnische „residents“ nur einen sehr geringen Teil ihrer Auslandsschulden in Landeswährung eingehen.

In Kombination mit der in Abschnitt 4.2 beschriebenen Tatsache, dass Polen gegenüber der übrigen Welt Netto-Schuldner ist, ergeben sich hieraus die von Eichengreen, Hausmann und Panizza (2005b) beschriebenen makroökonomischen Risiken einer Währungsinkongruenz in der nationalen Bilanz: Reale Abwertungen der Landeswährung führen in dieser Konstellation zu negativen Vermgenseffekten, die im Extremfall die Zahlungsfähigkeit volkswirtschaftlich maßgeblicher Akteure – zuvorderst systemrelevanter Banken und des Staates selbst – gegenüber den Kreditgebern im Ausland bedrohen können. Um diese negativen Vermgenseffekte zu verhindern, wird die nationale Geld- und Wechselkurspolitik einseitig vom Ziel einer Stabilisierung des realen Wechselkurses dominiert und kann weniger Rücksicht auf binnenwirtschaftliche Erfordernisse nehmen. Gleichzeitig wird die Funktion der nationalen Zentralbank als Kreditgeber letzter Instanz eingeschränkt. Im Zusammenspiel all dieser Faktoren nimmt die Volatilität der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu.

Im Hinblick auf das genaue Ausmaß der Währungsinkongruenz in Polens nationaler Bilanz verbleibt im Rahmen dieser Arbeit eine Unschärfe, da nicht „eins zu eins“ von den in der BIS-Datenbank erfassten internationalen Schuldverschreibungen auf die Denominierung der gesamten polnischen Auslandsschulden geschlossen werden kann. Grundsätzlich kann allerdings festgehalten werden, dass eine Reduzierung der Netto-Auslandsschulden und die beständige Akkumulation von Währungsreserven dafür gesorgt haben, dass sich die „net external debt position“ des Landes in absoluten Zahlen ab 2017 kontinuierlich verringert hat. Da gleichzeitig Wirtschaftsleistung und einheimischer Bankensektor kräftig wuchsen, kam es zu einer signifikanten Verringerung des relativen Gewichts dieser Netto-Position – was auch die mit ihr aufgrund von „Original Sin“ einhergehenden makroökonomischen Risiken reduziert haben dürfte. Zu einer weiteren Entschärfung dürfte außerdem die Exportüberschüsse Polens gegenüber der Eurozone im Handel mit Waren und Dienstleistungen beitragen (siehe Abschnitt 3.2). Denn durch sie werden nennenswerte Erlöse in Euro generiert, also in jener Fremdwährung, in der ein Gutteil der polnischen internationalen Schuldverschreibungen denominiert ist.

Angesichts der mit „Original Sin“ verbundenen Risiken für die Volkswirtschaft des Landes kommt den Währungsreserven der polnischen Zentralbank eine Schlüsselrolle zu: Einer-

seits bilden sie wie oben beschrieben in der nationalen Bilanz eine gewichtige Gegenposition zu den Netto-Auslandsschulden. Andererseits können sie auch als „Krisenkasse“ genutzt werden, mit der der nominalen Wechselkurs des Złoty bei drohender Abwertung gestützt und der einheimische Finanzsektor im Krisenfall mit Liquidität in Fremdwährung versorgt werden kann. Dieses „hedging“ ist allerdings mit signifikanten Kosten für die Gesamtwirtschaft verbunden. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung sind die Währungsreserven Polens kontinuierlich beinahe viermal so hoch wie in den mittel- und osteuropäischen Euroländern und knapp siebenmal so hoch wie für die Eurozone insgesamt. Sie binden im Vergleich also ein Vielfaches an Kapital, das in anderen Aktivposten der nationalen Bilanz (also Anlageformen wie Unternehmensbeteiligungen, Anleihen etc.) deutlich gewinnbringender eingesetzt werden könnte.

Unter dem Strich: Auch wenn die mit „Original Sin“ verbundenen Risiken in den vergangenen Jahren offensichtlich verringert werden konnten – angesichts von Netto-Auslandsschulden im Gegenwert von zuletzt 25,6 % des BIP, sind diese nach wie vor durchaus relevant für die polnische Volkswirtschaft. Allein ihre Einhegung ist mit erheblichen Opportunitätskosten und mit Einschränkungen für das gesamtwirtschaftliche Entwicklungsmodell verbunden. Angesichts von „Original Sin“ sind beispielsweise Exportüberschüsse einer ausgeglichenen Handelsbilanz vorzuziehen, genauso wie ausländische Direktinvestitionen dem internationalen Kapitaltransfer in Form von Schuldtiteln.

Sich aus eigener Kraft aus „Original Sin“ zu befreien, ist ein langwieriger Prozess, dessen Ausgang noch dazu ungewiss ist. Auch für Polen gilt: „Countries and their currencies, which are latecomers to the international financial game, face an uphill battle when attempting to add their currencies to the international portfolio.“ (Eichengreen, Hausmann, und Panizza 2005a, 257). Durch die Einführung des Euro könnte das Land hingegen, wie die bereits der Eurozone beigetretenen mittel- und osteuropäischen Länder, eine schnelle „Erlösung“ von „Original Sin“ erlangen. Wie in Abschnitt 2.2.5 skizziert würde mit diesem Schritt die Währungsinkongruenz für einen Gutteil der bestehenden Auslandsschulden des Landes (in den letzten zehn Jahren waren im Schnitt 70 % der internationalen Schuldverschreibungen Polens in Euro denominiert) entfallen. Neue Auslandsschulden könnten problemlos in der neuen Landeswährung Euro aufgenommen werden, da diese als internationale Leitwährung bestens etabliert ist. Gleichzeitig stünde mit der EZB als

Emittent des Euro ein effektiver Kreditgeber letzter Instanz zur Verfügung. Und angesichts dieser dauerhaften Verbesserungen ihrer finanziellen Stabilität erscheint es wahrscheinlich, dass die polnische Volkswirtschaft fortan auch von niedrigeren Zinssätzen auf das Fremdkapital, das ihr von „non-residents“ zur Verfügung gestellt wird, profitieren könnte. Zu verlieren hätte Polen in Anbetracht der in diesem Kapitel genannten Risiken, Kosten und Einschränkungen, die mit einer Beibehaltung des Złoty einhergehen, hingegen vermutlich eher wenig. Im Rahmen des „Original Sin“-Erklärungsansatzes betrachtet, erscheint ein Beitritt Polens zur Eurozone daher grundsätzlich makroökonomisch vorteilhaft für das Land.

5 Fazit

Wie kann eine mögliche Einführung des Euro in Polen in wirtschaftlicher Hinsicht bewertet werden? In der vorliegenden Arbeit wurden zunächst zwei theoretische Rahmen dargestellt, die eine sinnvolle Beantwortung dieser Frage ermöglichen sollen. Der Erklärungsansatz der wirtschaftswissenschaftlichen Orthodoxie – die „Optimum Currency Area“-Theorie – und der heterodoxe „Original Sin“-Erklärungsansatz verhalten sich dabei gewissermaßen komplementär zueinander.

Zugespielt formuliert nimmt die OCA-Theorie in ihrer Kosten-Nutzen-Analyse von Währungsunionen in erster Linie die Leistungsbilanz in den Blick und interessiert sich vor allem für die mit einer Gemeinschaftswährung verbundenen Kosten und Risiken. Im Fokus des „Original Sin“-Erklärungsansatzes stehen hingegen die Kapitalbilanz und die Kosten und Risiken, die mit der Beibehaltung einer nationalen Währung einhergehen. Beide theoretischen Rahmen operieren dabei vornehmlich mit Aggregaten auf nationaler Ebene. Mögliche Verteilungseffekte, die innerhalb einer nationalstaatlichen Volkswirtschaft mit der Entscheidung für oder gegen eine Währungsunion verbunden sind, werden dementsprechend von beiden Ansätzen nicht näher beleuchtet.

Für beide theoretischen Ansätze erfolgte anschließend jeweils eine deskriptive Analyse empirischer Daten für Polen, größtenteils aus den Jahren 2014 bis einschließlich 2023. Im Ergebnis deutet sowohl die empirische Betrachtung auf Grundlage der OCA-Theorie als auch auf Basis des „Original Sin“-Ansatzes darauf hin, dass eine mögliche Einführung des Euro

in Polen für das Land als wirtschaftlich vorteilhaft bewertet werden kann. Den verschiedenen Sichtweisen beider Konzepte entsprechend sind dabei aber jeweils ganz unterschiedliche Faktoren für die Bewertung zentral.

Durch den Rahmen der OCA-Theorie betrachtet, spricht vor allem die bereits bestehende starke Handelsintegration der polnischen Volkswirtschaft mit der Eurozone dafür, dass ein Euro-Beitritt dem Land mehr Nutzen als Kosten bringt. Die Einschätzung der zukünftigen Symmetrie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Polen und der Eurozone stellt bei diesem Erklärungsansatz hingegen derzeit die zentrale „variable Größe“ für eine Gesamteinschätzung dar. Die mögliche Spannbreite in der Beurteilung dieses Kriteriums spiegelt sich auch in Aussagen verschiedener polnischer Ökonomen wieder. So bezeichnete der Kalecki-Schüler Kazimierz Łaski auf dem Höhepunkt der Euro-Krise die bestehenden wirtschaftlichen Disparitäten als „original sin [sic!]“ der Eurozone (Łaski und Podkaminer 2012, 255) und äußerte sich pessimistisch hinsichtlich der Wachstumsaussichten für die „new member states“ der EU innerhalb dieses Währungsraums (Łaski und Podkaminer 2012, 262). In einem Beitrag aus dem vergangenen Jahr äußerten Karnowski und Rzońca hingegen die Ansicht, dass der Gefahr von Kreditblasen in Folge eines Euro-Beitritts – die der polnischen Volkswirtschaft aus Sicht der Autoren durch zu niedrige Leitzinsen der EZB drohen könnte – mit makroprudenziellen Instrumenten effektiv begegnet werden könne (Karnowski und Rzońca 2023, 257–58).

Durch den Rahmen des „Original Sin“-Ansatzes betrachtet, sprechen vor allem zwei Faktoren für die Einführung des Euro in Polen: einerseits die mit diesem Schlagwort beschriebene Konstellation, dass das Land die meisten seiner Auslandsschulden in Fremdwährung eingeht; andererseits die Tatsache, dass Polen gegenüber der übrigen Welt Netto-Schuldner ist. Diese Kombination belastet die Volkswirtschaft des Landes mit einer Reihe von makroökonomischen Risiken und Kosten, denen sie durch einen Beitritt zur Eurozone in einem kurzen Zeitrahmen entkommen könnte. Zentrale „variable Größe“ der Bewertung ist bei diesem Erklärungsansatz aktuell die Frage, inwieweit es dem Land gelingen kann, die mit „Original Sin“ verbundenen Risiken aus eigener Kraft zumindest einzuhegen. Angesichts der Gefahr, dass die Volatilität des Außenwerts des Złoty in Folge des Krieges im Nachbarland Ukraine deutlich zunehmen könnte (Borowski und Jaworski 2024, 44–45), dürfte dies in Zukunft allerdings eher nicht leichter werden.

Literatur- und Quellenverzeichnis

- Baldwin, Richard, und Charles Wyplosz. 2020. *The Economics of European Integration*. 6. Aufl. London: McGraw-Hill Education.
- BIS. 2024. „International debt securities (BIS-compiled)“.
<https://data.bis.org/topics/IDS/data>. (Stand: 14.11.2024)
- Bofinger, Peter. 2011. *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*. 3. Aufl. München: Pearson Studium.
- Borowski, Jakub, und Krystian Jaworski. 2024. „The Russian Invasion of Ukraine and the Exchange Rate of the Polish Zloty: A Fallacy of Monetary Autonomy?“
International Journal of Management and Economics 60 (1): 33–45.
- bpb - Bundeszentrale für politische Bildung. 2016. „Europäischer Binnenmarkt“. 2016.
<https://www.bpb.de/kurz-knapp/lexika/lexikon-der-wirtschaft/19286/europaeischer-binnenmarkt/>. (Stand: 27.09.2024)
- . 2020. „Konvergenzkriterien“. 2020. <https://www.bpb.de/kurz-knapp/lexika/das-europalexikon/177094/konvergenzkriterien/>. (Stand: 27.11.2024)
- . 2024. „Nettozahler und Nettoempfänger in der EU“. 2024.
<https://www.bpb.de/kurz-knapp/zahlen-und-fakten/europa/70580/nettozahler-und-nettoempfaenger-in-der-eu/>. (Stand: 27.09.2024)
- Cieślak-Wróblewska, Anna. 2024. „Ilu przedsiębiorców popiera przyjęcie euro w Polsce? Są nowe wyniki badań (,Wie viele Unternehmer unterstützen die Einführung des Euro in Polen? Neue Forschungsergebnisse‘)“. *Rzeczpospolita*, 13. Mai 2024.
<https://www.rp.pl/gospodarka/art40337751-ilu-przedsiębiorcow-popiera-przyjecie-euro-w-polsce-sa-nowe-wyniki-badan.> (Stand: 02.10.2024)
- De Grauwe, Paul. 2014. *Economics of Monetary Union*. 10. Aufl. Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry, und Ricardo Hausmann. 1999. „Exchange Rates and Financial Fragility“. In *New Challenges for Monetary Policy. Proceedings - Jackson Hole Economic Policy Symposium*, 329–68. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, und Ugo Panizza. 2005a. „The Mystery of Original Sin“. In *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, herausgegeben von Barry Eichengreen und Ricardo Hausmann, 233–65. Chicago: University of Chicago Press.

- . 2005b. „The Pain of Original Sin“. In *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, herausgegeben von Barry Eichengreen und Ricardo Hausmann, 13–47. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2007. „Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters“. In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, herausgegeben von Sebastian Edwards, 121–64. Chicago: University of Chicago Press.
- European Commission. 2024. „Flash Eurobarometer 548 - Introduction of the euro in the Member States that have not yet adopted the common currency“. Bruxelles/Brussel. <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/3214>. (Stand: 02.10.2024)
- Frankel, Jeffrey A. 1999. „No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times“. NBER Working Paper Series. Working Paper 7338. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w7338.pdf>. (Stand: 15.09.2024)
- Fritz, Barbara, und Martina Metzger. 2006. „Monetary Coordination Involving Developing Countries: The Need for a New Conceptual Framework“. In *New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements*, herausgegeben von Barbara Fritz und Martina Metzger, 3–25. London: Palgrave Macmillan.
- Heine, Michael, und Hansjörg Herr. 2013. *Volkswirtschaftslehre: Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie*. 4. Aufl. München: Oldenbourg Verlag.
- IMF - International Monetary Fund. 2014. *External Debt Statistics: Guide for compilers and users*. Washington, D.C. <https://tffs.org/pdf/edsg/ft2014.pdf>. (Stand: 20.11.2024)
- Ishiyama, Yoshihide. 1975. „The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey“. IMF Staff Papers. Vol. 22 No. 2. Washington, D.C.: International Monetary Fund. <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/024/1975/002/article-A004-en.pdf>. (Stand: 12.09.2024)
- Karnowski, Jakub, und Andrzej Rzońca. 2023. „Should Poland join the euro area? The challenge of the boom-bust cycle“. *Argumenta Oeconomica* 2023 (2): 227–62.

- Katzenstein, Robert. 1988. „Krise ohne Ende“. *Konsequent: Beiträge zur marxistisch-leninistischen Theorie und Praxis* 18 (2): 11–17.
<https://archiv.ub.uni-marburg.de/es/2014/0003/data/pdfs/Kriseohneende.pdf>
 (Stand: 17.10.2024)
- Kenen, Peter B. 1969. „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View“. In *Monetary Problems of the International Economy*, herausgegeben von Robert A. Mundell und Alexander K. Swoboda, 41–60. Chicago: University of Chicago Press.
- Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld, und Marc J. Melitz. 2023. *International Economics: Theory and Policy*. 12. Aufl. Harlow: Pearson.
- Łaski, Kazimierz, und Leon Podkaminer. 2012. „The basic paradigms of EU economic policy-making need to be changed“. *Cambridge Journal of Economics* 36 (1): 253–70.
- McKinnon, Ronald I. 1963. „Optimum Currency Areas“. *The American Economic Review* 53 (4): 717–25.
- Mongelli, Francesco Paolo. 2002. „New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?“ European Central Bank Working Paper Series. Working Paper No. 138. Frankfurt am Main: European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>. (Stand: 13.08.2024)
- Mundell, Robert A. 1961. „A Theory of Optimum Currency Areas“. *The American Economic Review* 51 (4): 657–65.
- National Bank of Poland. 2013-2022a. „Foreign Direct Investment in Poland“.
<https://nbp.pl/en/publications/cyclical-materials/foreign-direct-investment-in-poland/>. (Stand: 26.09.2024)
- . 2013-2022b. „Polish direct investment abroad“.
<https://nbp.pl/en/publications/cyclical-materials/polish-direct-investment-abroad/>. (Stand: 26.09.2024)
- . 2014. *The economic challenges of Poland's integration with the euro area*. Warszawa.
- . 2024a. „Balance of Payments - Annual data“. <https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/balance-of-payments-statistics/balance-of-payments/annual-data/>. (Stand: 21.11.2024)
- . 2024b. „International investment position - Quarterly data (Analytical tables)“.
<https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/balance-of-payments-statistics/>

- international-investment-position/quarterly-data/. (Stand: 20.11.2024)
- OECD. 2024a. „Annual Financial Balance Sheets (stocks), consolidated“. <https://data-explorer.oecd.org/> (Identifier: DSD_NASEC20@DF_T710R_A). (Stand: 25.11.2024)
- . 2024b. „Monthly unemployment rates“. <https://data-explorer.oecd.org/> (Identifier: DSD_LFS@DF_IALFS_UNE_M). (Stand: 23.09.2024)
- . 2024c. „Quarterly real GDP growth - OECD countries“. <https://data-explorer.oecd.org/> (Identifier: DSD_NAMAIN1@DF_QNA_EXPENDITURE_GROWTH_OECD). (Stand: 23.09.2024)
- Panizza, Ugo. 2006. „Original Sin‘ and Monetary Cooperation“. In *New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements*, herausgegeben von Barbara Fritz und Martina Metzger, 26–35. London: Palgrave Macmillan.
- Paula, Luiz Fernando de, Barbara Fritz, und Daniela M. Prates. 2017. „Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies“. *Journal of Post Keynesian Economics* 40 (2): 183–202.
- Priewe, Jan. 2015. „Rätsel Wechselkurs - Krise und Neuanfang der Wechselkursstheorie“. In *Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik*, herausgegeben von Harald Hagemann und Jürgen Kromphardt, 205–47. Schriften der Keynes-Gesellschaft 8. Marburg: Metropolis-Verlag.
- . 2017. „Ist die Eurozone vielleicht doch ein ‚optimaler Währungsraum‘?“ WISO Direkt. 10/2017. Bonn: Friedrich-Ebert-Stiftung, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik. <https://library.fes.de/pdf-files/wiso/13400.pdf>. (Stand: 13.08.2024)
- Schelkle, Waltraud. 2006. „Comment on „Original Sin“ and Monetary Cooperation“. In *New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements*, herausgegeben von Barbara Fritz und Martina Metzger, 36–41. London: Palgrave Macmillan.
- . 2017. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press.
- Schmidt, Johannes, und Hagen Krämer. 2019. „The Origins of the Original Sin in Euroland: Wie der Euro im Lehrbuch von Paul De Grauwe zur Fremdwährung wurde“. In *Makroökonomik im Dienste der Menschen: Festschrift für Gustav A.*

- Horn*, herausgegeben von Sebastian Dullien, Harald Hagemann, Heike Joeßges, Camille Logeay, und Katja Rietzler, 197–208. Marburg: Metropolis-Verlag.
- Statistics Poland. 2014-2023a. *Statistical Yearbook of the Republic of Poland*. Warszawa.
<https://stat.gov.pl/en/topics/statistical-yearbooks/statistical-yearbooks/>.
 (Stand: 24.09.2024)
- . 2014-2023b. *Yearbook of Foreign Trade Statistics of Poland*. Warszawa.
<https://stat.gov.pl/en/topics/statistical-yearbooks/statistical-yearbooks/>.
 (Stand: 24.09.2024)
- . 2023. „Information on the size and directions of emigration for temporary stay from Poland in 2017-2022“. <https://stat.gov.pl/en/topics/population/international-migration/information-on-the-size-and-directions-of-emigration-for-temporary-stay-from-poland-in-2017-2022,8,1.html>. (Stand: 26.09.2024)
- World Bank. 2024a. „Foreign direct investment, net inflows (% of GDP)“.
<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>.
 (Stand: 26.09.2024)
- . 2024b. „Foreign direct investment, net outflows (% of GDP)“.
<https://data.worldbank.org/indicator/BM.KLT.DINV.WD.GD.ZS>.
 (Stand: 26.09.2024)
- . 2024c. „GDP (current US\$)“.
<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>. (Stand: 21.11.2024)
- . 2024d. „Total reserves minus gold (current US\$)“.
<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD>. (Stand: 21.11.2024)
- . 2024e. „Trade (% of GDP)“.
<https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS>. (Stand: 25.09.2024)
- ZUS - Zakład Ubezpieczeń Społecznych („Sozialversicherungsanstalt“). 2024.
Cudzoziemcy w polskim systemie ubezpieczeń społecznych 2023 („Ausländer im polnischen Sozialversicherungssystem 2023“). Warszawa.
https://www.zus.pl/documents/10182/2322024/Cudzoziemcy+w+polskim+systemie+ubezpieczeń+społecznych_2023.pdf. (Stand: 26.09.2024)