

## Stabilität und Staatsschulden

### Die europäische Wirtschaftspolitik in der strategischen Sackgasse

Von Heinz-Peter Spahn\*

**Zusammenfassung:** Obwohl einzelne Elemente der europäischen Wirtschaftspolitik theoretisch wohl begründet sind und an der vorangegangenen Geschichte der Stabilitätspolitik im EWS anknüpfen, fehlt ein kohärentes Gesamtkonzept. Die Rolle eines für Nachfrage- und Konjunkturpolitik auf EWU-Ebene zuständigen Akteurs ist nicht besetzt. Dies ist auch der Grund für die Krise des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Er kann als ein sinnvolles Disziplinierungsinstrument nur überleben, wenn die nationalen Budgets durch eine aktive Geldpolitik vor den Folgen europäischer Konjunkturkrisen geschützt werden. Die Europäische Zentralbank sollte eine Verantwortung für die Outputstabilisierung übernehmen. Andere Auswege aus dem gegenwärtigen Dilemma – eine Nachfragesteuerung durch koordinierte Fiskalpolitik oder eine Intensivierung der Strukturpolitik – sind weniger empfehlenswert.

**Summary:** While single elements of the European economic policy design are well founded, and have developed with some politico-economic logic from the history of stabilization policy, a coherent "concept" of monetary and fiscal policy is lacking. There is no agent who is responsible for demand stabilization on the European level. As a consequence, the Stability and Growth Pact is unlikely to survive unless the national budgets are sheltered from EMU recessions by monetary policy. The ECB ought to show responsibility also for output stabilization. Alternative reforms, global fiscal demand policies or structural policies are less advisable.

#### 1 Einleitung

Im November 2003 konnte die den deutschen Staatsfinanzen drohende zusätzliche Belastung einer Strafzahlung in die Brüsseler Gemeinschaftskasse unter erheblichem politischen Aufwand abgewendet werden. Hätte man das Regelwerk der Europäischen Währungsunion (EWU) ernst genommen, so wären nach dem anhaltenden Überschreiten der 3%-Defizitgrenze für den öffentlichen Haushalt letztlich materielle Sanktionen unausweichlich gewesen. Der politische Streit um diesen Vorfall war in mehrfacher Hinsicht irritierend.

Zum einen scheint diese Strafe auf den ersten Blick wenig sinnvoll, weil ihre Exekution das sie auslösende Problem – eben das Defizit – weiter verschärft. Aber dies ist die pädagogische Logik einer Strafe: Wer heute die politischen Kosten von Sparaktionen bei Steuern und Staatsausgaben scheut, soll wissen, dass diese Kosten morgen nur noch größer sein werden.

Zum anderen empfinden EWU-Kritiker mögliche Strafzahlungen als unvereinbar mit der Nettozahlerposition Deutschlands im europäischen Finanzierungssystem. Durch deutsche

\* Lehrstuhl Wirtschaftspolitik, Universität Hohenheim, 70593 Stuttgart, E-Mail: [spahn@uni-hohenheim.de](mailto:spahn@uni-hohenheim.de)

Transferzahlungen (deren Begründung überhaupt ohnehin fragwürdig ist) werden die Staatshaushalte anderer Länder entlastet, die so ihrerseits möglicherweise einem Defizitverfahren entgehen.

Schließlich war es gerade Deutschland, das in den EWU-Verhandlungen auf starre Beschränkungen für die öffentlichen Budgetdefizite gedrängt hatte – mit Blick auf die mangelnde Solidität der Staatsfinanzen *anderer* Länder. Wie kommt es, dass nun vor allem Deutschland Opfer der eigenen Vorschläge wird? Und welche Folgen hat es, wenn es gerade Deutschland gelingt, auf politischem Wege eine Strafe abzuwenden?

Diese verfahrenre Sachlage beleuchtet schlaglichtartig die eigentümlich paradoxe Konstellation in der europäischen Wirtschaftspolitik: Einerseits zeichnen sich die Rollenverteilung und die Aufgabenbeschreibung für die wirtschaftspolitischen Akteure in der EWU im Vergleich zu den inkrementalistisch „gewachsenen“ Ordnungen in anderen Ländern durch ein hohes Maß an „Rationalität“ aus; Institutionen und Regeln wurden nach ausführlichen politisch-wissenschaftlichen Diskursen und Beratungen entworfen; Fehler der Vergangenheit sollten vermieden werden; durch vorausschauende Regulierungen wurden Vorkehrungen gegen künftig mögliche Fehlentwicklungen getroffen. Andererseits befinden sich die Euroländer wenige Jahre nach Gründung der EWU in einer Lage, in der Politik und Märkte das konstruktivistische Geflecht von Zielvorgaben und gut gemeinten Handlungsbeschränkungen als wohlfahrtsmindernd empfinden und schlicht mehr Flexibilität wünschen.

Im Folgenden wird die These vertreten, dass die Architekten der EWU (unter tatkräftiger Mithilfe ihrer wissenschaftlichen Berater) falsche Schlüsse aus den ökonomischen Erfahrungen der Vergangenheit gezogen haben, genauer: partiell richtige Erkenntnisse unbesehen verallgemeinert haben. Daraus ist eine unausgewogene wirtschaftspolitische Konzeption hervorgegangen, die einerseits mehrfache Sicherheiten gegen bestimmte Probleme bieten will und andererseits zentrale Aufgaben gar nicht anspricht. Nachträgliche Versuche, diese weißen Flecken auszufüllen, erweisen sich als deshalb so schwierig, weil Reform- und Entscheidungsprozeduren selbst mit Sicherungen versehen wurden, die graduelle Veränderungen mit dem Odium eines angeblichen Rückfalls in ein Regime von Inflation und Staatsbankrott belasten.

Die Untersuchung beginnt mit der Geldpolitik, weil hier der grundlegende Systemwechsel stattfand. Zu zeigen ist, warum die alleinige Fixierung der Europäischen Zentralbank (EZB) auf das Ziel der Preisstabilität zunächst sinnvoll und notwendig erschien, warum dies heute nicht ausreichend ist und welche Konsequenzen daraus entstehen. In einem zweiten Schritt soll verdeutlicht werden, warum der Finanzpolitik nicht nur wieder die altmodische keynesianische Aufgabe der nationalen Konjunktursteuerung zugefallen ist; der einseitige Gesetzesauftrag an die EZB führt vielmehr auch dazu, dass die europäischen Finanzminister das Wachstum in der Eurozone als eine drängende Gestaltungsaufgabe empfinden. Für eine koordinierte Konjunktur- und Wachstumspolitik über die Budgets fehlen jedoch die institutionellen Grundlagen. Ihre Schaffung müsste freilich die politisch hervorgehobene Unabhängigkeitsposition der EZB gefährden, die zu den Kernpunkten der Gründung der EWU gehört.

## 2 Europäische Geldpolitik: Dienst nach Vorschrift

Nach den Inflationsphasen in den 70er und 80er Jahren war es nahe liegend, Preisstabilität zum primären Ziel der Geldpolitik zu erheben und den institutionellen Status der Notenbank entsprechend abzusichern. Jedoch muss man die politische *Form* des Antiinflationsprozesses seit etwa 1980 im Auge behalten, um die Hintergründe der Etablierung der EZB und ihres gesetzlichen Auftrags zu verstehen.

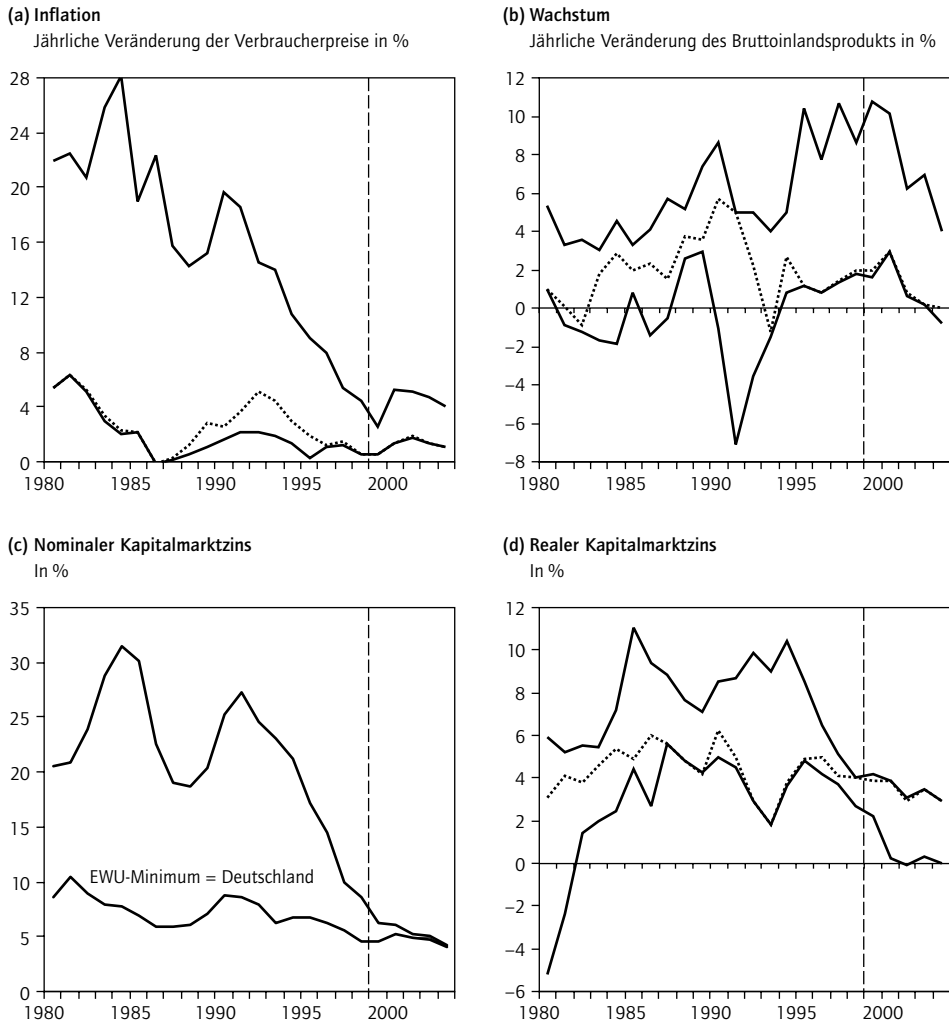
Gegen die Intentionen europäischer *und* deutscher Politiker und Banker war die Bundesbank im Europäischen Währungssystem (EWS) in die Rolle einer Leitwährungsbank geraten. Die relativ niedrige deutsche Inflationsrate (Abbildung 1a) erhöhte die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produkte und damit den deutschen Exportüberschuss. Dies zwang die Handelspartner bei festen Wechselkursen, zum Ausgleich ihrer Zahlungsbilanz D-Mark-Kredite aufzunehmen. Damit setzten die Zinsentscheidungen der Bundesbank den Maßstab für die Finanzmärkte des gesamten EWS (De Grauwe 1994, Spahn 2001). Die Geldpolitik in den europäischen Nachbarländern wurde so zum Nachvollzug des restriktiven Kurses der Bundesbank gezwungen, wenn man den festen Wechselkurs zur D-Mark verteidigen wollte. Diese formelle währungspolitische Bindung erlaubte es jedoch zugleich in der internen wirtschafts- und interessenpolitischen Auseinandersetzung, Hochzinspolitik und Inflationsbekämpfung als außen- bzw. europapolitisch vorgegeben darzustellen und notfalls die Bundesbank für die entstehende Arbeitslosigkeit verantwortlich zu machen.

Natürlich mussten die Interessen der prospektiven Teilnehmer an der EWU schon aus Gründen der Gesichtswahrung darauf gerichtet sein, eine Mitsprache im Entscheidungsgremium der dann gemeinsamen Geldpolitik zu erhalten; es war politisch undenkbar, die Bundesbank schlicht zur Europäischen Notenbank umzudefinieren – auch die deutsche Seite strebte nicht nach dieser Alleinverantwortung. Aber es gab darüber hinaus keinen wirklichen Druck, auch das Beschäftigungsziel formell zu einer geldpolitischen Aufgabe zu erklären. Denn viele Länder hatten mit ihren schwachen politischen Institutionen und starken Gewerkschaften die Erfahrung gemacht, dass eine Notenbank dann in Zeiten eines Konflikts zwischen Geldwertstabilität und Beschäftigungssicherung zu einer monetären Expansion gedrängt wurde, die langfristig nur vermehrte Inflation brachte. Eine Mitsprache an einer gemeinsamen, auf die Kontrolle der *europäischen* Inflation gerichteten Geldpolitik erschien den deutschen Partnerländern deshalb als ein bedeutender Fortschritt.

Während so die übrigen Länder durch den anfangs rationierten Zutritt zu einer Hartwährungszone mit deutscher „Stabilitätskultur“ an Reputation gewannen, hatte Deutschland selbst vom Übergang zur Währungsunion kaum einen Vorteil (Goodhart 1996). Bundesbank und D-Mark wurden aufgegeben; eine Nennung des Beschäftigungsziels neben dem Geldwertziel im EZB-Statut wäre in der deutschen Öffentlichkeit als weiteres Zugeständnis und als Abstrich an der Währungsstabilität gedeutet worden. Das bedeutet im Übrigen nicht, dass Deutschland weniger an Beschäftigung interessiert gewesen wäre als andere Länder; als Exportnation hatte man jedoch erkannt, dass Geldwertstabilität kein Hindernis, sondern geradezu eine Vorbedingung für mehr Beschäftigung ist, nämlich über den Umweg einer höheren preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten. Die zeitweilig in anderen Ländern betriebene Strategie, durch inflatorische Forcierung der Binnennachfrage temporäre Beschäftigungsgewinne zu erzielen, bis nachholende Lohnsteigerungen dies wieder zunichte machten, hatte in Deutschland nie eine große Rolle gespielt.

Abbildung 1

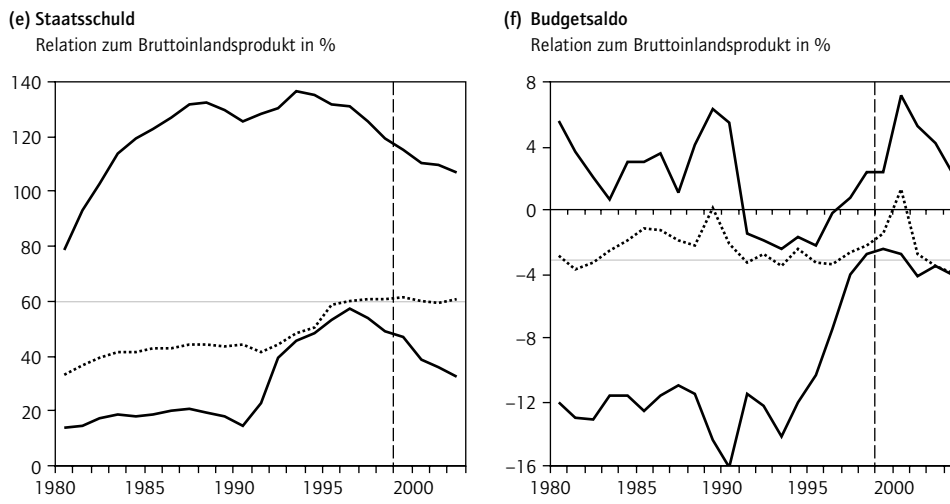
**Deutschland und die EWU-Länder<sup>1</sup>**



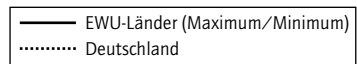
Die EZB hat seit 1999 ihre Aufgabe erfolgreich erfüllt. Die europäische Inflation konnte bei der 2%-Zielmarke gehalten werden (Abbildung 2a). Der Außenwert des Euro unterlag zwar starken Schwankungen zum US-Dollar, aber es besteht weithin Konsens, dass man nicht versuchen sollte, ein bestimmtes Wechselkursziel zu verfolgen. Das europäische Problem ist das geringe Wachstum (Abbildung 2b). Das Prinzip der Geldpolitik, sich nur für die Geldwertstabilität, nicht aber auch für die Konjunktur zuständig zu fühlen, zeigt sich anhand der Reaktion der EZB auf die Inflationsimpulse in den Jahren 1999 und 2000. Sie ging zu einer Zinsrestriktion über, noch bevor die Inflation die 2%-Grenze erreicht hatte, und hielt die Zinsen auch nach dem Abkippen der Konjunktur noch ein Jahr hoch (Abbildung 2c). Nun ist eine frühzeitige Antwort auf Inflations Tendenzen per se keineswegs zu kritisieren; da die Preissteigerungen jedoch in erster Linie auf Ölpreisbewegungen zurückgingen und wegen der noch hohen Arbeitslosigkeit kaum Lohnreaktionen zu befürchten

Abbildung 1 (Fortsetzung)

**Deutschland und die EWU-Länder<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Betrachtet wird die Entwicklung in den heutigen EWU-Ländern (mit Ausnahme Luxemburgs), auch wenn nicht alle von ihnen von Anfang an dem EWS bzw. der EWU angehörten.



Quellen: EZB; Bundesbank; OECD, Economic Outlook.

waren, hätte man durchaus einem Lehrsatz aus der Theorie der Geldpolitik folgen können, wonach die Notenbank bei reinen Angebotsschocks passiv bleiben sollte. Das Jahr 2002 wurde so zinspolitisch verschlafen. Der konstante Zins passte zur Inflationsentwicklung, jedoch nicht zur konjunkturellen Lage. Die Zinssenkungen im Jahre 2003, als das Wachstum nochmals einbrach, kamen viel zu spät.<sup>1</sup>

Man erkennt den Gegensatz zur Geldpolitik in den USA: Auch dort werden die Zinsen bei steigender Inflation erhöht. Jedoch stoppt diese Restriktion, wenn das Wachstum einbricht. Später werden die Zinsen sogar rasch und nachhaltig gesenkt, obwohl die Inflation noch auf hohem Niveau verharrt; aber ihr späteres Nachgeben ist angesichts der eingetretenen Konjunkturflaute prognostizierbar. Die deutliche Zinssenkung bewirkt dann alsbald wieder eine merkbliche Zunahme des Wachstums.

Im Vergleich zu den USA sind die Ausschläge bei Inflation und Wachstum in der EWU weniger ausgeprägt. Vor allem bleibt die Inflationsrate auch in der Wirtschaftskrise auf einem gewissen Niveau. Dieser Unterschied ist auf die institutionell andere (Arbeits-)Markt-

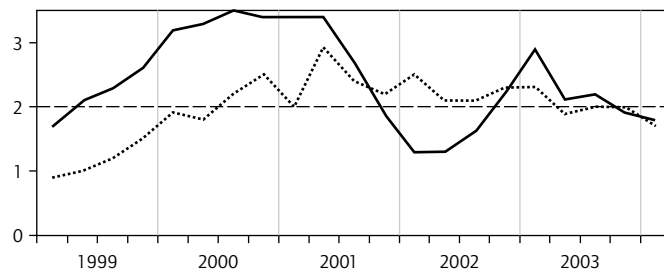
<sup>1</sup> Berechnungen, wonach der Outputlücke in einer geschätzten Taylor-Zinsregel sogar ein relativ großer Stellenwert zukommt (Hagen und Hoffmann 2003), können nicht als Beleg für eine konjunkturpolitische Orientierung der EZB gelten. Zum einen steht eine solche Schlussfolgerung in einem klaren Kontrast zu der Selbstdarstellung der EZB-Entscheidungsträger. Zum anderen offenbart sich der Charakter einer Geldpolitik nicht in *durchschnittlichen* Reaktionskoeffizienten, sondern in „marginalen“ Entscheidungen bei kritischen Konstellationen; das Ziel einer Konjunkturstützung im Jahre 2002 hätte ein deutliches *Signal* an die Märkte erfordert. Schließlich ist die Debatte um die Taylor-Zinspolitik zu sehr auf die Reaktionskoeffizienten fixiert und widmet der Frage des angemessenen Gleichgewichtszinses, der eben keineswegs eine historische Konstante ist, zu wenig Aufmerksamkeit.

Abbildung 2

**Wirtschaftsentwicklung in den USA und im Euroraum**

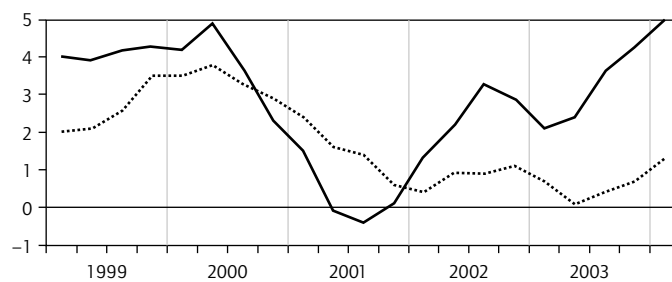
**(a) Inflation**

Jährliche Veränderung der Verbraucherpreise in %



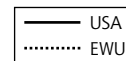
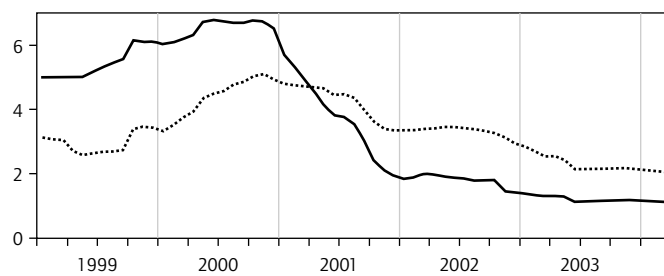
**(b) Wachstum**

Jährliche Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts in %



**(c) 3M-Zinsen**

In %



Quelle: EZB.

struktur zurückzuführen (Nickell 1997). Die europäische Konstellation ist durch eine „duale Ökonomie“ charakterisiert, in der Arbeitslose einen geringen Lohndruck erzeugen, indem sie tendenziell aus dem Markt herausfallen und von der sozialen Absicherung oder der Schwarzarbeit leben. Der Wohlfahrtsstaat reproduziert so ein „klassisches“ Wirtschaftssystem, in dem Löhne und Preise tendenziell unabhängig vom Aktivitätsgrad sind. Beschränkt sich die Geldpolitik hier auf die Wahrung der Zielinflationsrate, gibt es auch bei hoher Unterauslastung keinen Anlass zur Zinssenkung. Da die Arbeitslosen mit der Zeit ihre Qualifikation verlieren und deshalb nur noch schwer beschäftigt werden können, scheinen dann die Angebotsbedingungen auch jede weitere Outputsteigerung auszuschließen. Man beklagt dann den „strukturellen“ Charakter der Arbeitslosigkeit, die eine aktive Nachfrage-

politik ausschlieÙe, übersieht jedoch, dass diese strukturelle Arbeitslosigkeit aus konjunktureller Unterbeschäftigung entsteht (Solow 1998, Ball 1999).

Es ist durchaus nicht verkehrt, der Preisstabilität einen geradezu ordnungspolitischen Stellenwert zu geben; nur muss klar bleiben, dass dieses Ziel allein über ein monetäres Demand Management erreicht werden kann, das kurzfristig und – nach aller Erfahrung – eben auch langfristig Konflikte mit Beschäftigungs- und Wachstumszielen mit sich bringt. Diese pragmatische Sichtweise der Geldpolitik wird seit zwanzig Jahren mit einigem Erfolg in den USA umgesetzt, gilt aber innerhalb der EZB und in ihrem wissenschaftlich-politischen Umfeld als praktisch gefährlich und theoretisch unfundiert.

An dieser Stelle zeigen sich die Wohlfahrtskosten europäischer Theoriegläubigkeit. Als Gegenbewegung zum Keynesianismus waren insbesondere in den USA akademische Positionen entwickelt und propagiert worden, die einerseits eine perfekte Neutralität der Geldpolitik behaupteten (so dass bei „rationalen“ Erwartungen aller Wirtschaftssubjekte Aktionen der Notenbank auch kurzfristig keinen Effekt auf Produktion und Beschäftigung, sondern nur auf die Preise hätten). Andererseits wurde den Notenbanken nachgesagt, sie wollten mittels „Überraschungsinflationen“ die Beschäftigung über das Arbeitsmarktgleichgewicht hinaus steigern, weshalb man sie zu einer mehr oder weniger regelgebundenen Politik einer Wahrung der Geldwertstabilität verpflichten müsse. Ironischerweise sind diese Lehren vor allem in Europa auf fruchtbaren Boden gefallen, während sich die Wirtschaftspolitik in den USA – mit gutem Erfolg – weniger an den theoretischen Erkenntnissen der heimischen akademischen Welt ausrichtet.<sup>2</sup>

Faktisch folgen Notenbanken im Regelfall ohnehin einem gradualistischen Kurs in ihrer Zinspolitik (Goodhart 1999), so dass man das Geldwert- und das Beschäftigungsziel durchaus gleichberechtigt in eine Zielfunktion aufnehmen könnte. Die Praxis in den USA, wo die Geldpolitik einen solchen gesetzlichen Auftrag hat, zeigt, dass es letztlich immer auf die *Interpretation* derartiger Vorgaben ankommt; jedenfalls erzeugt die Existenz eines Wachstumsziels im Fed-Auftrag heute keinen spürbaren Inflationsbias (mehr). Umgekehrt kann man freilich *in der Außendarstellung* der Geldpolitik beim Primat der Geldwertstabilität bleiben, um die Notenbank nicht bei jedem Zinsschritt zur Darlegung der „Ausgewogenheit“ ihrer Motive zu zwingen und einem öffentlichen Disput auszusetzen.

Das Problem der EZB ist vielmehr, dass sie ihren einseitigen Gesetzesauftrag offenbar wörtlich nimmt. In ihren Veröffentlichungen wird immer wieder die Position vertreten,

- dass die volkswirtschaftlichen Kosten der Inflation beträchtlich sind,
- dass deshalb Preisstabilität das einzig sinnvolle Ziel der Geldpolitik ist,
- dass Geldpolitik langfristig realwirtschaftlich neutral ist und
- dass die Sicherstellung der Preisstabilität die beste Vorleistung für Wachstum und Vollbeschäftigung darstellt (vgl. Sachverständigenrat 2002: Zf. 562).

<sup>2</sup> Dies gilt in ähnlicher Weise auch für die amerikanische Finanzpolitik. Zeitweilig wurden sehr hohe Budgetdefizite zur Wirtschaftsförderung eingesetzt, die sich nach wenigen Jahren *geldpolitisch forcierten* Wachstums über steigende Steuereinnahmen wieder aufgelöst hatten. Der warnende Vorbehalt gegenüber Budgetdefiziten in Europa ist freilich nur zu berechtigt: Misslingt der Wachstumsansatz, bleibt dem Staat nur eine zunehmende Verschuldung als Langfristproblem. Die Ablehnung eines Wachstumsauftrags für die europäische Geldpolitik produziert so als Nebeneffekt eine zusätzliche Restriktion für die Fiskalpolitik.



Die These eines *negativen* Zusammenhangs zwischen Inflation und Wachstum (Issing 2001) lässt sich allein bei sehr hohen Inflationsraten (über die damit verbundenen Effizienzverluste) begründen. Der *positive* Zusammenhang in konjunktureller Perspektive bei moderaten Inflationsraten und der Trade-off zwischen temporärer Output- und Preisstabilisierung werden jedoch gar nicht explizit als ein Faktor behandelt, der in die zinspolitischen Entscheidungen eingeht. Die Beurteilung zinspolitischer Impulse von Seiten der EZB bleibt ambivalent: Einerseits werden die üblichen Studien bestätigt, wonach Änderungen der Notenbankzinsen nach zwei Quartalen temporäre Outputreaktionen nach sich ziehen (Europäische Zentralbank 2000); andererseits werden in den öffentlichen Statements die realwirtschaftlichen Wirkungen der Zinspolitik eher heruntergespielt:

- Allgemein wird die Forderung nach einer konjunkturstabilisierenden Zinspolitik gern mit dem Argument zurückgewiesen, dass dies angesichts von Time-Lags im Transmissionsprozess zu hohe Anforderungen an die Steuerungsfähigkeit der Notenbank stelle (Issing 2002) – als ob nicht *jede* zinspolitische Entscheidung oder Nichtentscheidung, auch wenn sie nur mit Blick auf das Ziel der Preisstabilität getroffen wird, im Rahmen des üblichen Verhaltens gradueller Kursänderungen mit diesem Problem konfrontiert wäre (Blinder 1997).
- Zinssenkungen werden dahingehend kommentiert, dass von ihnen keine Besserung einer bestehenden Konjunkturschwäche zu erwarten sei. Andererseits werden Zinserhöhungen zur Eindämmung der Inflation als wirksam unterstellt – allerdings scheint diese Restriktion auf geheimnisvolle Weise ohne eine Änderung der Angebots-Nachfrage-Verhältnisse auf Güter- und Arbeitsmärkten abzulaufen.

Nun ist es nachvollziehbar, dass Notenbanken sich ungern zu konjunkturstimulierenden Maßnahmen drängen lassen wollen und sie dazu neigen, die Wachstums- und Beschäftigungskosten einer Antiinflationspolitik zu verschleiern. Aber die immer wieder vorgetragene Behauptung, ein Inflationsabbau werde sogar expansiv wirken, weil dies die Kaufkraft der Haushalte stärke (Europäische Zentralbank 2001, Issing 2003), segelt doch hart am Rande der Seriosität, weil diese Argumentation bei implizit unterstellter Konstanz des Nominallohnpfades die Gewinnkompression bei den Unternehmen unterschlägt.

Zur besseren Auslastung des Produktionspotentials werden vor allem *Strukturreformen* gefordert (Europäische Zentralbank 2002, Welteke 2003). Zum Wesen von Strukturreformen gehört jedoch, dass sie partielle Nachfrageverluste auslösen. Diese mögen dann an anderer Stelle (über-)kompensiert werden, aber der Nettoeffekt ist allemal unsicher – eben deshalb werden derartige Strukturbereinigungen üblicherweise auch nicht zur allgemeinen Nachfrageförderung konzipiert; sie zielen auf einen allokativen Effizienzgewinn, nicht auf einen gesamtwirtschaftlichen Einkommenseffekt. Reformen von Marktstrukturen und Institutionen sind notwendig und sinnvoll, aber kein Ersatz für Makropolitik.

Eine gewisse Berührungsangst der EZB beim Thema der Konjunkturstabilisierung ist auffällig. Sie geht so weit, dass sogar die monetaristischen Wurzeln des Geldmengensteuerungskonzepts gelockert werden. Seit geraumer Zeit wird in Verlautbarungen der EZB und ihrer Repräsentanten ein über dem Referenzwert liegendes Geldmengenwachstum unisono wie folgt kommentiert: Die „Überliquidität“ löse nicht unmittelbar, jedoch bei einem anderweitig bewirkten Konjunkturaufschwung eine Inflationsgefahr aus (z. B. Europäische Zentralbank 2003, 2004). Diese Argumentation widerspricht der quantitätstheoretischen



Position, weil danach gerade ein übermäßiges Geldangebot einen Konjunkturaufschwung verursacht, indem die Marktakteure diesen Geldüberschuss auf Finanz- und Gütermärkten „abdisponieren“.<sup>3</sup> Mit der Ausblendung dieses Links zwischen Geld- und Güternachfrage wird die konjunkturpolitische Verantwortung der Notenbank in den Hintergrund gerückt; jedoch kann die EZB im Bedarfsfall eine zinspolitische Restriktion mit dem zusätzlichen Hinweis auf die Überliquidität zu begründen versuchen. Allerdings ist fragwürdig, wieso ein zurückliegendes überhöhtes Geldmengenwachstum in einem Konjunkturaufschwung eine besondere Preisgefahr darstellt. Der *Bestand* an Geldvermögen hat ein solches Volumen erreicht, dass die Wirtschaftssubjekte sich jederzeit Liquidität verschaffen können – völlig unabhängig davon, ob der *Zuwachs* dieses Geldvermögens in den letzten Perioden „regelmäßig“ war oder nicht.

### 3 Finanzpolitik zwischen neuen Aufgaben und neuen Restriktionen

Zu den „geplanten“ Aufgaben der nationalen Finanzpolitik in der EWU gehört die Stabilisierung asymmetrischer Schocks bzw. nationaler Sonderkonjunkturen. So können in bestimmten Wirtschaftsbranchen besondere Strukturprobleme auftreten; dies würde dann ernste Anpassungsprobleme in den nationalen Volkswirtschaften nach sich ziehen, wenn sich im Zuge der zunehmenden regionalen Arbeitsteilung bestimmte Industrien in wenigen Ländern konzentrieren sollten (Obstfeld 1997). Bislang scheinen die Konjunkturdisparitäten in der EWU jedoch eher makroökonomische Ursachen zu haben. Die monetäre Integration hat primär die Kapitalmärkte, weniger aber die Güter- und Arbeitsmärkte zusammengeführt. Dies zeigt sich an einem einheitlichen Nominalzins auf dem Euro-Kapitalmarkt und den national unterschiedlichen Inflationsraten (Remsperger 2003). Dies impliziert unterschiedlich hohe Realzinsen in der EWU. Der Realzins wiederum ist eine für die Investition entscheidende Größe. Das relativ geringe Wachstum Deutschlands schon seit ca. 1995 fällt mit seinem relativ hohen Realzins zusammen (Abbildungen 1a bis 1d).<sup>4</sup> Nur für rein exportorientierte Unternehmen ist der hohe deutsche Realzins wenig relevant, weil sie sich an der europäischen Inflationsrate orientieren (Hagen und Hoffmann 2003).

Eine schwache nationale Konjunktur lässt sich deshalb in einer Währungsunion kaum durch Lohnzurückhaltung überwinden. Ein relatives Absinken der Lohnstückkosten begünstigt zwar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes, eine niedrigere Inflation erhöht aber auch den Realzins für die nationalen Investoren. Die Lohnpolitik bewirkt bei einem gegebenen europäischen Nominalzins und einem unveränderten Mark-up bei der unternehmerischen Preisbildung einen prozyklischen Realzinseffekt. Da insoweit in der EWU Geld-, Wechselkurs- und Lohnpolitik als stabilisierungspolitische Instrumente für die nationalen Volkswirtschaften ausfallen, muss diese Aufgabe nun praktisch allein von der Fiskalpolitik übernommen werden. Der Staatshaushalt ist jedoch immer selbst das erste Opfer der Wirtschaftskrise, weil „automatisch“ konjunkturbedingte Steuerausfälle und Mehrausgaben an-

<sup>3</sup> Gordon (1997: 17) paraphrasierte demnach völlig zu Recht Friedmans These: "In the long run, inflation is always and everywhere an excess nominal GDP phenomenon."

<sup>4</sup> Auch mit Blick auf die Zinsentwicklung sind Deutschlands Partnerländer die Gewinner des Übergangs zur Währungsunion. Denn dadurch entfielen die Risikoaufschläge auf die jeweiligen nationalen Kapitalmarktzinsen, die zuvor von den Anlegern für die Gefahr einer Abwertung der nationalen Währung in Relation zur D-Mark gefordert wurden. Mit dem zunehmend glaubwürdigeren und schließlich vollzogenen Wechsel zum Euro wurden so die privaten und öffentlichen Schuldner dieser Länder in einem erheblichen Maße von Zinskosten befreit. Die sinkenden Zinslasten haben zu einem großen Teil zum finanzpolitischen Konsolidierungserfolg in den 90er Jahren beigetragen (Abbildungen 1c, 1e, 1f).

fallen und es dann einer gewissen politischen Stärke bedarf, die Verschuldung noch zu steigern und zusätzlich aktive Maßnahmen zur Nachfrageförderung einzuleiten. Oft legt erst ein Absinken wachstumsbedingter Steuereinnahmen die „strukturelle“ Unterfinanzierung bestimmter Staatsaufgaben offen. Die in den 60er und 70er Jahren betriebene Ausweitung wohlfahrtsstaatlicher Verpflichtungen lässt sich als schuldenarithmetische Zeitbombe verstehen, die erst in Zeiten niedrigeren Wachstums zündete – der Sozialstaat war nur so lange finanzierbar, wie man ihn nicht brauchte. Allgemein hat jede Wirtschaftsabschwächung in den europäischen Wohlfahrtsstaaten eine endogene Verschärfung der Budgetprobleme zur Folge, weil der Staat für die direkten und indirekten Kosten einer sozialverträglichen Aufbewahrung von Arbeitslosen einzustehen hat.

Die Regularien des „Stabilitätspaktes“ erlauben ein Budgetdefizit von bis zu 3 % in Zeiten einer Wirtschaftsschwäche; bei größeren Krisen darf diese Grenze überschritten werden. Dies impliziert die unsinnige Handlungsregel, dass man stets so lange warten muss, bis aus einer kleinen Wirtschaftskrise eine große geworden ist, bevor man etwas dagegen unternehmen darf. Die Vermischung der Ebenen einer ordnungspolitischen Sparregel mit einer konjunkturpolitischen Rückfallposition muss im Markt das Gegenteil dessen bewirken, was erreicht werden soll: nämlich Erwartungssicherheit über den mittelfristigen Kurs der Finanzpolitik zu schaffen.

Die Beschränkung der finanzpolitischen Handlungsspielräume war in erster Linie eine deutsche Verhandlungsforderung im Vorfeld der EWU, gleichsam eine Gegenleistung für das Stabilitätssymbol der D-Mark, die geeignet schien, um die erwünschte Wertstabilität des Euro auch über eine allgemeine Verpflichtung zu finanzpolitischer Solidität abzusichern. Befürchtet wurde, dass einzelne Länder, die zu Zeiten des EWS wegen des Abwertungsrisikos ihrer Währungen relativ hohe Zinsen bieten mussten, in Versuchung geraten könnten, das kollektive Gut eines niedrigen europäischen Zinses auszunutzen und die nationale Staatsverschuldung zu scheinbar gegebenen relativ günstigen Konditionen auszuweiten. Dies könnte zu allgemein höheren Zinsen für alle Länder führen, wenn die Geldpolitik hart bliebe, oder zu Inflation und Euro-Schwäche, wenn politischer Druck auf die Notenbank diese zu einer monetären Expansion zwingt (Sachverständigenrat 2002: Zf. 539). Generell haben die Teilnehmer an einer Währungsunion das berechtigte Anliegen, nicht indirekt unter der unsoliden Politik ihrer Nachbarn leiden zu müssen.

Faktisch entstehen steigende Defizite jedoch selten direkt durch einen überbordenden Staatskonsum; sie sind zumeist die Folge konjunktureller Steuerausfälle. Da Wirtschaftskrisen zumeist auch mit einer Abschwächung der nationalen Inflationsrate verbunden sind, gehen von Ländern mit hohen Budgetdefiziten gerade keine Inflationsimpulse aus; Deutschland ist ein gutes Beispiel (Abbildungen 1a, 1f). Aus dem gleichen Grund ist auch die Befürchtung von Zinssteigerungseffekten der nationalen Finanzpolitik auf dem Euro-Kapitalmarkt zu relativieren: Wenn erhöhte Defizite in erster Linie in Wirtschaftskrisen auftreten, so stellt sich das Problem nicht, weil die Zinsen hier allgemein niedrig sind.<sup>5</sup> In einem han-

<sup>5</sup> Schließlich ist auch die Angst vor einer Euro-Abwertung infolge höherer Budgetdefizite in einigen EWU-Ländern unbegründet: Der Euro ist – neben dem US-Dollar – eine gesuchte Anlagewährung. Deshalb können sich die Länder der EWU ebenso wie die USA (im Gegensatz etwa zu Entwicklungsländern) in eigener Währung verschulden. Sie schulden ausländischen Anlegern lediglich heimisches Papiergeld und können insoweit nicht in Zahlungsnöte geraten (McKinnon 2001, Mann 2002). Eine abnehmende Bereitschaft ausländischer Anleger, in Euro-Schuldtiteln zu investieren, bewirkt daher eine Euro-Abwertung, bei der allein die Anleger selbst Vermögensverluste hinzunehmen haben. Zugleich würde sich die Handelsbilanz der EWU abwertungsbedingt verbessern. Beide Effekte tendieren erfahrungsgemäß alsbald zu einer endogenen Umkehr der Wechselkursentwicklung.

delsmäßig integrierten europäischen Gütermarkt wirkt zudem die Erwartung, dass die Beschäftigungseffekte eines Deficit-Spending zu einem Teil im Ausland anfallen, der Neigung zu expansiver Fiskalpolitik entgegen (insbesondere wenn sich bei national steigenden Preisen die Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert), während die (Zins-)Kosten auf der nationalen Ebene verbleiben.

Diese und ähnliche Argumente, die gegen den Stabilitätspakt vorgebracht werden können, ändern freilich nichts an seiner ordnungspolitisch sinnvollen Stoßrichtung. Die Staatsverschuldung ist ein ernstes europäisches Problem. Das Zusammentreffen von Wirtschaftskrisen, sozialstaatlichen Verpflichtungen und finanzpolitischer Schlamperei (Alesina 2003) hat über die akkumulierten Budgetdefizite ein teilweise sehr hohes Niveau öffentlicher Verschuldung entstehen lassen, das nur unter Mühen zurückgeführt wurde (Abbildungen 1e, 1f), und die damit einhergehenden Zinslasten schränken die übrigen Staatsausgaben ein. Die gegenwärtig positive Differenz zwischen Realzins und Wirtschaftswachstum in einigen Ländern, allen voran in Deutschland (Abbildungen 1b, 1d), impliziert ein weiteres Wachstum der Schuldenquote – gemessen am Sozialprodukt – und signalisiert einen drängenden Konsolidierungsbedarf.

Ganz offensichtlich hängt jedoch die beobachtbare *allgemeine* Zunahme der Budgetdefizite in der EWU mit dem Wachstumsrückgang in der gesamten Eurozone zusammen (Abbildungen 1b, 1f). Gegenwärtig ist die Defizitmisere ein *europäisches* Problem. Nicht eine plötzlich wieder gestiegene Neigung zum fiskalischen Schlendrian hat den Stabilitätspakt in das Zentrum der Diskussion gerückt, sondern die Einkommenseffekte allgemeiner Rezessionstendenzen, gegen die sich die Finanzminister kaum schützen können. Die Fokussierung auf einzelne „Sünder“ lenkt vom eigentlichen Problem ab. Da der Stabilitätspakt darauf abzielt, ein gemeinschaftsschädliches Free-Rider-Verhalten *einzelner* Länder zu verhindern, sollte man im Grunde auch nur die positive Abweichung vom *durchschnittlichen* Budgetdefizit der EWU-Länder sanktionieren, weil Letzteres im hohen Maße von der europäischen Konjunktur abhängig ist. Selbst eine solche Modifikation des Stabilitätspaktes wäre aber konjunkturpolitisch fragwürdig, weil „folgsame“ Länder dann in Erwartung einer Sanktion ihre Sparanstrengungen in einer allgemeinen Rezession verstärken; der Effekt wäre eine weitere Nachfrageabschwächung mit dem Resultat, dass dann andere Länder das Defizitkriterium verletzen.

Die ordnungspolitisch richtige Zielsetzung des Stabilitätspaktes wird durch seine mangelnde Abschirmung gegenüber dem nationalen und insbesondere europäischen Konjunkturproblem unterminiert. Er ist nur bei allgemein ausgeglichener Makroentwicklung glaubwürdig. Die gegen das budgetpolitische Ausscheren *einzelner* Länder aus der Solidar- und Stabilitätsgemeinschaft gerichteten Beschränkungen verlieren an Glaubwürdigkeit und werden faktisch unterlaufen, wenn die EWU *allgemein* von einer Konjunkturschwäche betroffen ist. In diesem Fall wird ein Land nach dem anderen „nachweisen“, dass es den Pakt nicht einhalten kann. Soll der Pakt beibehalten werden, müsste das Assignment der europäischen Wirtschaftspolitik einen Akteur benennen, der für die konjunkturelle Stabilisierung in der EWU verantwortlich ist. In der EZB-Politik wird das Thema der Konjunkturstabilisierung jedoch ausgeblendet. Diese Leerstelle in der wirtschaftspolitischen Konzeption für die EWU begründet einen Widerspruch innerhalb des strategischen Rahmens der Finanzpolitik und führt zum Konflikt zwischen ordnungspolitischen Auflagen und konjunkturpolitischer Verantwortung.

#### 4 Perspektiven der Politikkoordination in der EWU

Die Konsequenzen der Konstruktionsmängel in der europäischen Wirtschaftspolitik sind noch nicht absehbar. Gegenwärtig begünstigt die konjunkturpolitische Passivität der EZB diskretionäre Ausnahmeregelungen bei der Umsetzung des Stabilitätspaktes; denkbar ist, dass dies in eine generelle Erosion des finanzpolitischen Monitoring mündet. Dies kann eigentlich nicht im Interesse der EZB sein, weil eine strukturelle Aufweichung finanzpolitischer Budgetbeschränkungen langfristig ihre eigene Stabilisierungsaufgabe erschweren würde. Die EZB beklagt diese Entwicklungstendenzen, ist aber offenbar nicht in der Lage, ihren eigenen Anteil an der Entstehung des Problems zu erkennen oder gar einen Weg aus ihrem Dilemma zu finden.

Die Durchsetzung von Sanktionen gegen die Länder, deren Budgetdefizit die 3%-Marke verletzt, ist politisch deshalb so schwierig, weil in Zeiten einer allgemeinen Konjunkturschwäche in der EWU sowohl der politischen Öffentlichkeit wie den ökonomischen Beratern im Grunde klar ist, dass diese Länder die Vorgaben des Paktes nicht einhalten *können* und die wirtschaftliche Lage in diesen Ländern sowie in der gesamten EWU auch dafür spricht, dass sie ihn nicht einhalten *sollten*. Dieses Resultat ist aber nun in doppelter Hinsicht unbefriedigend:

- Zum einen wird der ordnungspolitisch durchaus sinnvolle Gehalt des Stabilitätspaktes praktisch ausgehöhlt; auch Länder mit einem aktiv-fiskalpolitischen Fehlverhalten könnten sich später auf die faktische Außerkraftsetzung der Regulierung berufen.
- Zum anderen übernehmen so die jeweils schwächsten Länder die Rolle einer europäischen Konjunkturlokomotive, während die übrigen Teilnehmerländer mit noch befriedigendem Wachstum keine Veranlassung zu einer expansiveren Finanzpolitik sehen.

Bleibt die EZB auf ihrer Linie, so wird den europäischen Staatshaushalten die Aufgabe einer gesamtwirtschaftlichen Nachfrage- und Konjunktursteuerung auf europäischer Ebene zu wachsen. Nach dem Eindruck einiger Beobachter war diese Wendung in den vertraglichen Vereinbarungen zur EWU bereits angelegt.

„In the logic of the Treaty fiscal authorities and social partners [...] carry the prime responsibility for growth and employment“ (Winkler 1999: 292).

Die Form einer zukünftigen europäischen Finanzpolitik ist aber durchaus noch unklar. Jedenfalls dürfte versucht werden, das Addendum „Wachstumspakt“, das dem Stabilitätspakt aus Gründen politischer Ausgewogenheit nachträglich beigegeben wurde, mit wirtschaftspolitischen Leben zu füllen.

Nahe liegend wäre, dass die europäischen Finanzminister nun die nachfragepolitische Stabilisierung der Konjunktur im Euroraum als ihre Aufgabe erkennen. Dies verlangt dann eine *Koordination* der nationalen Ausgaben- und Steuerpolitiken, damit das Ziel einer ausgeglichenen europäischen Konjunktur erreicht wird. Dabei sind die hiermit verbundenen Lasten zwischen den Länderhaushalten gerecht zu verteilen und die gesamtwirtschaftliche Lage in jeder einzelnen Volkswirtschaft angemessen zu berücksichtigen. Schon die tradierte fiskalische „Globalsteuerung“ im nationalen Maßstab wies eine Reihe von Problemen auf (mangelnde Flexibilität und Struktureutralität, Gefahr prozyklischer Wirkungen,

polit-ökonomisch bedingter Bias zugunsten expansiver Maßnahmen etc.), die nach den Erfahrungen in den 70er Jahren zu der allgemeinen Erkenntnis geführt haben, dass zur makroökonomischen Stabilisierung die Geldpolitik effizienter ist. Bedenkt man zudem die zusätzlichen Informations-, Abstimmungs- und Einigungskosten einer länderübergreifenden Nachfragesteuerung,<sup>6</sup> so mag man sich eine Koordinierung der Fiskalpolitik in einer Währungsunion mit immer mehr Mitgliedern kaum vorstellen.

„Unterhalb“ der Ebene einer Neuordnung der makroökonomischen Nachfragepolitik ist eine Ausdehnung und Verknüpfung der bisherigen Ansätze einer Struktur-, Regional- und Industriepolitik wahrscheinlich. Methodisch handelt es sich bei dieser nichtmonetären Wachstumspolitik um Projekte einer direkten Wirtschaftsförderung, um einen Marktinterventionismus, der in früheren Zeiten als unvereinbar mit den ordnungspolitischen Grundprinzipien einer Marktökonomie angesehen wurde, jedoch dann seit den 80er Jahren mit dem neuen Leitbild der „Angebotspolitik“ gegen die Nachfragepolitik des Keynesianismus gestellt wurde. Angebotspolitische Instrumente wie Subventionen und die Finanzierung „strategischer“ Industrieprojekte sind im Hinblick auf ihren Adressatenkreis genauer steuerbar und entsprechen ohnehin besser dem struktur- und technologiepolitischen Zeitgeist.

Die Erfolgswirksamkeit derartiger Ansätze ist immer umstritten, weil eine messbare Besserstellung von Akteuren auf Partialmärkten kein Beleg für einen gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsgewinn sein kann. Aber selbst die partielle Sinnhaftigkeit von Modernisierungsprojekten und Entwicklungskampagnen ist fragwürdig, da sich stets Koalitionen von Akteuren finden lassen (ausgewählte unmittelbare Nutznießer in den betreffenden Ländern, die europäische Großindustrie und nicht zuletzt die EU-Bürokratie selbst),<sup>7</sup> die von den Projekten profitieren, während eine nationale Kosten-Nutzen-Rechnung möglicherweise zu anderen Empfehlungen kommt – und die Finanzierung zulasten Dritter erfolgt.

Die europäischen Staatsschulden sind ein augenfälliges Zeichen dafür, dass der Problemdruck in der Vergangenheit oftmals die politische Handlungsfähigkeit überstieg. Umgekehrt aber ist zu hoffen, dass die notorische Finanzknappheit in den nationalen Staatshaushalten noch auf Jahre hinaus denkbare Fehlentwicklungen in der Konzeption der europäischen Wirtschaftspolitik verhindern wird. So wird bis auf weiteres der immer wieder geäußerte Wunsch nach einem größeren EU-Haushalt unerfüllt bleiben, der genutzt werden könnte, eine „zukunftsorientierte“ Strukturpolitik in größerem Stil zu betreiben. Warum aber Brüsseler Behörden bessere Marktprognosen als Unternehmen zu erstellen in der Lage sein sollen, ist ohnehin unklar. Sinnvoll wäre allein die Übernahme von echten Gemeinschaftsaufgaben (z. B. Verteidigung), die dann aus den nationalen Haushalten gestrichen werden müssten.

Die Not der Finanzminister steht auch einer Ausweitung zwischenstaatlicher Transfers entgegen. Dies ist ein Vorteil; nicht ohne Grund wird der föderative Umverteilungsautomatismus auch innerhalb der Nationalstaaten zunehmend kritisch gesehen, weil er adverse Anreizeffekte schafft und die nationale Fiskaldisziplin untergräbt. Wegen dieses Moral-Hazard-

<sup>6</sup> Diese Koordinationskosten haben nicht nur einen organisatorisch-technischen, sondern auch einen politischen Aspekt: nämlich das anhaltende Misstrauen zwischen den einzelnen EWU-Teilnehmerstaaten und die (Gottlob!) noch hartnäckigen Widerstände gegen weitere Zentralisierungen ehemals nationaler Zuständigkeiten (Buti et al. 2003).

<sup>7</sup> Eine konjunkturpolitisch enthaltsame EZB wird in Brüssel gern gesehen, weil dies zwangsläufig die Nachfrage nach unmittelbarer Wirtschaftsförderung erhöht und damit die Position der Projektmacher stärkt.

Problems sollte die monetäre Union nicht durch eine Fiskalunion ergänzt werden (Caesar 1998, Beetsma und Bovenberg 2001). Dass Deutschland infolge seiner Handelsüberschüsse von der EU besonders profitiere und deshalb gleichsam eine „Gebühr“ für seine Exporte zu entrichten habe, kann in einem gemeinsamen Markt, in dem sich der Erfolg der Produzenten nach ihrer Wettbewerbsfähigkeit richtet, kein Argument sein. Im Hinblick auf die neuen Beitrittsländer wäre zu wünschen, wenn das Bestreben, einer Wirtschafts- und Währungsunion beizutreten, weniger von den zu erwartenden Zahlungen aus der Brüsseler Gemeinschaftskasse, sondern mehr von den nüchtern kalkulierten ökonomischen Integrationsvorteilen abhinge.<sup>8</sup>

## 5 Schlussbemerkungen

Stabilität der Währung war das Ziel und die Geschäftsgrundlage des historischen Projekts EWU. Der herausgehobene Stellenwert der Geldwertstabilität ergab sich dabei aus mehreren Faktoren: Der wirtschaftstheoretische Zeitgeist war in den 80er Jahren verstärkt auf die positive und normative These einer Neutralität des Geldes eingeschwenkt, die der Geldpolitik keine Wirkungen auf die Beschäftigung, jedoch einen definitiven Einfluss auf die Inflation zuschreibt. Diese Position schlägt sich in der Reform vieler Notenbankverfassungen nieder und prägt auch diejenige der EZB. Wirtschaftshistorisch ging die EWU aus einer lang anhaltenden Disinflationphase hervor, die allein von der Bundesbank getragen wurde. Ihre Umwandlung in eine europäische Notenbank konnte aus der Perspektive der Verhandlungsposition der politischen Akteure nur mit der Festschreibung des Stabilitätsziels realisiert werden. Das Ziel einer politisch unabhängigen supranationalen Notenbank wurde erreicht.

Die Staatsschulden in Europa sind das Ergebnis eines Zusammenwirkens von sozialstaatlichen Verpflichtungen, schwachem Wirtschaftswachstum und der politischen Unfähigkeit zu fiskalischer Disziplin. Aus ordnungspolitischen Gründen ist auf europäischer Ebene eine Beschränkung von Defiziten und Staatsschulden sinnvoll, schon im wohlverstandenen Eigeninteresse der nationalen Akteure. Jedoch wird die Budgetpolitik, mit dem Bestandsproblem der Bedienung der Altschulden belastet und in jeder Wirtschaftskrise erneut von Steuerausfällen betroffen, in der EWU nahezu zwangsläufig zum Hauptakteur der Wachstums- und Beschäftigungspolitik. Dies gilt nicht nur im Hinblick auf die nationalen Abweichungen von der europäischen Konjunktur, sondern unvorhergesehenerweise ebenfalls für die europäische Konjunktur selbst, da die EZB ihr Mandat eng auslegt und eine Nachfrageförderung auch in Konstellationen, in denen kein Konflikt mit dem Geldwertziel besteht, als nicht zu ihrem Auftrag gehörend ablehnt. Die Überforderung der Finanzpolitik wird an den wachsenden Schwierigkeiten zur Einhaltung des Stabilitätspaktes deutlich. Ohne eine makroökonomische Absicherung kann der Pakt seine ordnungspolitische Aufgabe nicht erfüllen, nämlich fiskalisches Fehlverhalten *einzelner* Länder zu ahnden.

<sup>8</sup> Dazu schrieb der Sachverständigenrat (1990: Zf. 504) schon vor Jahren: „Der Vorteil des Beitritts besteht in nicht mehr, aber auch in nicht weniger als dem Nutzen, der sich mit einer einheitlichen und stabilen Währung verbindet. Mit der Übernahme völlig fester nach bisher anpassungsfähigen Wechselkursen handelt sich kein Land Nachteile ein, die einen finanziellen Ausgleich rechtfertigen. Vorausgesetzt ist hierbei allerdings, daß der Verzicht auf den Wechselkursmechanismus durch Flexibilität anderer Größen, etwa der Löhne, wettgemacht wird. Wo dies nicht der Fall ist, sind finanzielle Vergünstigungen verfehlt; vielmehr wäre vom Beitritt des Landes zur Währungsunion abzuraten.“



Die europäische Wirtschaftspolitik ist damit in einer strategischen Sackgasse, weil eine Neubestimmung der Ziele und Handlungsrestriktionen für die Akteure der Geld- oder Finanzpolitik jeweils die Preisgabe von Positionen bedeutet, die in dem komplizierten Geflecht europäischer Interessen zuvor mit großem Aufwand verankert wurden. Es deutet sich an, dass ein Ausweg über die Herausbildung von Institutionen zur Koordination einer supranationalen Nachfragesteuerung oder gar einer europäischen Wirtschaftsregierung gesucht wird, zumal sich dafür auch stets politische Argumente finden lassen. Derartige Gremien mit Entscheidungskompetenz für sämtliche makroökonomischen Fragen werden aus liberaler Sicht als polit-ökonomischer Albtraum empfunden (Alesina 2003). Auf jeden Fall würde ein gemeinsames Vorgehen der nationalen Finanzpolitik den ordnungspolitisch durchaus sinnvollen Machtvorsprung der EZB in der EWU begrenzen. Das wiederum heißt, dass die EZB selbst ein Interesse daran haben müsste, ihre Politik so zu verändern, dass sie nicht den Ruf nach und die Entstehung von neuen politischen Machtzentren in der EWU provoziert.

Eine solche Reform, d. h. eine stärkere Berücksichtigung von Konjunktur- und Wachstumszielen, ist mit den rechtlichen Statuten durchaus vereinbar und wäre ohne jede formelle Änderung durch graduelle Gewichtsverschiebungen in den zinspolitischen Entscheidungen möglich. Im Prinzip sind auch Mehrheiten im EZB-Rat für eine angemessene Berücksichtigung der realen Nachfragestabilisierung denkbar; nur können sie sich in diesem großen Gremium schwer bilden, weil jeder einzelne „Abweichler“ zunächst den Vorwurf riskiert, er wolle den monetären Stabilitätskonsens infrage stellen, und damit zum Außenseiter erklärt wird. Schneller als erwartet haben die in Frankfurt versammelten nationalen Notenbankpräsidenten gelernt, sich mit ihrem einseitigen Auftrag zu identifizieren, der neben der Geldwertstabilität explizit kein anderes Ziel – sei es Wachstum oder Wechselkursstabilität – nennt. Es gibt wenig Anreize für sie, vom vorgeschriebenen Muster einer Geldpolitik ohne Zielkonflikte und insoweit ohne Risiken abzuweichen.

Deshalb ist nicht zu erwarten, dass die EZB von sich aus eine stärkere Verantwortung für die Konjunktur im Euroraum entwickeln wird. Damit bleibt das Dilemma eines Trade-off zwischen einer rein auf den Geldwert fixierten Zinspolitik und einer auf Sparsamkeit verpflichteten Budgetpolitik. Da eine dieser Vorgaben gelockert werden muss, sollte man eher den formellen Stabilisierungsauftrag der EZB um den Konjunkturaspekt erweitern als den Finanzpolitikern größere Freiräume gestatten.

## Literaturverzeichnis

- Alesina, A. (2003): The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Europe – A Skeptic’s View. In: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 6. Frankfurt a. M., 10. Februar 2003, 24–27.
- Ball, L. (1999): Aggregate Demand and Long-Run Unemployment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 189–251.
- Beetsma, R. M. W. J. und A. L. Bovenberg (2001): The Optimality of Monetary Union without a Fiscal Union. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33, 179–204.
- Blinder, A. S. (1997): What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice Versa. *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), 3–19.
- Buti, M. et al. (2003): Revisiting EMU’s Stability Pact – A Pragmatic Way Forward. *Oxford Review of Economic Policy*, 19 (1), 100–111.



- Caesar, R. (1998): Wirtschafts- und Währungsunion und innereuropäischer Finanzausgleich. In: R. Caesar und H.-E. Scharrer (Hrsg.): *Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion – Regionale und globale Herausforderungen*. Bonn, 124–146.
- De Grauwe, P. (1994): *The Economics of Monetary Integration*. 2. Aufl. Oxford.
- Europäische Zentralbank (2000): Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet. *Monatsbericht Juli*, 45–62.
- Europäische Zentralbank (2001): Editorial. *Monatsbericht November*. Frankfurt a. M.
- Europäische Zentralbank (2002): Editorial. *Monatsbericht Oktober*. Frankfurt a. M.
- Europäische Zentralbank (2003): Editorial. *Monatsbericht November*. Frankfurt a. M.
- Europäische Zentralbank (2004): Editorial. *Monatsbericht Juni*. Frankfurt a. M.
- Goodhart, C. A. E. (1996): The Transition to EMU. *Scottish Journal of Political Economy*, 43, 241–257.
- Goodhart, C. A. E. (1999): Central Bankers and Uncertainty. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 39 (4), 102–121.
- Gordon, R. J. (1997): The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), 11–32.
- Hagen, J. von und B. Hoffmann (2003): *Macroeconomic Implications of Low Inflation in the Euro Area*. ZEI Working Paper B 29. Bonn.
- Issing, O. (2001): How to Promote Growth in the Euro Area – The Contribution of Monetary Policy. *International Finance*, 3, 309–327.
- Issing, O. (2002): Anmerkungen zur Koordinierung der makroökonomischen Politik in der WWU. *DIW Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 71 (3), 312–324.
- Issing, O. (2003): Wir nehmen die Risiken ernst. In: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 27. Frankfurt a. M., 17. Juni 2003, 10–12.
- Mann, C. L. (2002): Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability. *Journal of Economic Perspectives*, 16 (3), 131–152.
- McKinnon, R. I. (2001): The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 227–240.
- Nickell, S. (1997): Unemployment and Labor Market Rigidities – Europe versus North America. *Journal of Economic Perspectives*, 11, 3, 55–74.
- Obstfeld, M. (1997): Europe's Gamble. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 241–317.
- Remsperger, H. (2003): Inflation Differentials in EMU – Causes and Implications. In: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 40. Frankfurt a. M., 16. September 2003, 5–10.
- Sachverständigenrat (1990): Auf dem Wege zur wirtschaftlichen Einheit Deutschlands. *Jahresgutachten 1990/91*. Stuttgart.
- Sachverständigenrat (2002): Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum. *Jahresgutachten 2002/03*. Stuttgart.
- Solow, R. M. (1998): How Cautious Must the Fed Be? In: R. M. Solow und J. B. Taylor (Hrsg.): *Inflation, Unemployment, and Monetary Policy*. Cambridge, 1–28.
- Spahn, H.-P. (2001): *From Gold to Euro – On Monetary Theory and the History of Currency Systems*. Berlin.
- Welteke, E. (2003): Zinssenkungen helfen nicht, Konjunkturprobleme zu lösen. In: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 29. Frankfurt a. M., 2. Juli 2003, 6–8.
- Winkler, B. (1999): Co-ordinating Stability – Some Remarks on the Roles of Monetary and Fiscal Policy under EMU. *Empirica, Austrian Economic Papers*, 26, 287–295.