

## Für eine Kehrtwende von der Spar- zur Wachstumsorientierung\*

### Nominales BIP-Ziel als Strategie der Makrowirtschaftspolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion

Von Jörg Bibow\*\*

**Zusammenfassung:** Sowohl aus wirtschaftstheoretischen Erwägungen wie auch als Konsequenz bisheriger Erfahrungen wird in diesem Beitrag für eine grundsätzliche Kehrtwende der Makrowirtschaftspolitik der Eurozone plädiert: weg von der Spar-, hin zur Wachstumsorientierung, und zwar mittels der Strategie des nominalen BIP-Ziels als gemeinsamer Zielverpflichtung für Geld- und Fiskalpolitik. Die Strategie des direkten Defizitziels mittels Sparpolitik, verbunden mit einer geldpolitischen Fokussierung auf Preisstabilität, ist – wenig überraschend – kläglich gescheitert, weil sie die Wirtschaft der Eurozone ohne eigene stabilisierungspolitische Steuerung allein der weltwirtschaftlichen Lage ausliefert, in einer großen Volkswirtschaft Wachstum und Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen aber nur mittelbar durch eine auf stabiles Binnennachfragewachstum ausgerichtete Makrowirtschaftspolitik erreichbar sind. Entgegen diesem notwendigen Systemerfordernis führte der destabilisierende Einsatz von Geld- und Fiskalpolitik in die herrschende Binnennachfrage stagnation.

**Summary:** On the basis of both economic theory as well as experience gained so far, this paper calls for a U-turn in macro policy-making in the euro zone. It advises that macro policies should be refocused on growth rather than thriftiness, which may be achieved through committing fiscal and monetary policies to common goals and a nominal GDP targeting strategy. Unsurprisingly, the strategy of direct deficit targets through public thrift combined with a sole focus of monetary policy on price stability has failed dismally. Lacking any steering through deliberate stabilisation policy, its current policy regime has left the euro zone solely at the mercy of the world economy. In a large economy, economic growth and sustainability of public finances can only be secured indirectly though, namely through steady domestic demand growth. In conflict with this necessary regime requirement, in the event, applying monetary and fiscal policies in a destabilising manner has led straight into protracted domestic demand stagnation.

## 1 Einleitung

Die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen gilt es zu sichern – ein löbliches Ziel, und noch dazu eine Grundlage für die dauerhafte Funktionsfähigkeit der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) in Europa. Wenig überraschend ist die Buchhalterlösung mit dem trügerischen Namen „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ (SWP) gescheitert, und die Eurozone befindet sich seit geraumer Zeit in einer schweren Wirtschaftskrise, die politische Risiken für den europäischen Integrationsprozess in sich birgt. So ist die Notwendigkeit der Reform des Paktes in aller Munde. Doch der Pakt, der sich in der Praxis als Instabilitäts- und Stagnationspakt erwiesen hat, ist nicht reformwürdig.

\* Für wertvolle Hinweise bedanke ich mich bei einem anonymen Gutachter.

\*\* Franklin College Switzerland, Via Ponte Tresa 29, CH-6924 Sorengo (Lugano); Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY, New York, E-Mail: [jbibow@fc.edu](mailto:jbibow@fc.edu)

Notwendig ist vielmehr eine grundsätzliche Umorientierung in der makroökonomischen Steuerung der Eurozone. Gesucht wird eine wirtschaftstheoretisch fundierte Basis für die Koordinierung der Makrowirtschaftspolitik, die auch die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen sichert. Das in Deutschland und Kontinentaleuropa herrschende Spardogma ist dazu durch eine zeitgemäße Wirtschaftspolitikphilosophie zu ersetzen: Denn Wachstum lässt sich nicht ersparen, vielmehr setzt es Investitionen voraus, private wie öffentliche. Investitionen bestimmen die Möglichkeiten unserer Kinder und Enkel und sind Grundlage für Wachstum und Beschäftigung in der Gegenwart. Obgleich die Nachhaltigkeit unserer Staatsfinanzen ohne Wachstum nicht zu sichern ist, investieren wir heute weniger als je zuvor. Der Instabilitäts- und Stagnationspakt hat das Gegenteil unserer eigentlichen Ziele bewirkt. Er gehört eingemottet, bevor er noch größeren Schaden anrichten kann.

Bevor hier die Strategie des nominalen BIP-Ziels als Grundlage und zentrales Koordinierungsinstrument für die WWU vorgestellt wird, gilt es die bisherigen Fehlentwicklungen, die Gründe für das Scheitern des SWP sowie das Ausmaß des durch diesen Pakt angerichteten Schadens näher zu analysieren.

## 2 **Deutschland: Musterbeispiel des Abstiegs durch blindes Sparen**

Der Umschwung zu einer bedingungslosen Konsolidierungspolitik – einer Fiskalpolitik, die unabhängig von der Geldpolitik und Konjunkturlage eine Haushaltsdefizitreduzierung durch Sparbemühungen anstrebt – fand in Deutschland 1981/82 statt. Es ist eine interessante Tatsache, dass mit dieser Politik Deutschland nicht bereits in den 80er Jahren in die Krise gestürzt wurde, sondern zumindest gegen Ende des Jahrzehnts ein beachtliches BIP- und Beschäftigungswachstum erreicht wurde. Vermutlich hat gerade diese als Erfolg wahrgenommene Erfahrung das Bestreben Deutschlands unterstrichen, seine vermeintlich erfolgreichen Tugenden im Zuge der WWU auf den Rest Europas zu übertragen. Doch womöglich war genau dies ein folgenschwerer Trugschluss. Denn mit der Erklärung des deutschen Sonderwegs in den 80er Jahren zum Modellpfad für die WWU würde nicht zuletzt auch für Deutschland ein ganz anderes Wirtschaftsumfeld entstehen.

Nach langen Jahren mit unbefriedigendem BIP-Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit erfuhr (West-)Deutschland von 1988 bis 1991 eine Phase hohen BIP- und Beschäftigungswachstums bei niedriger Inflation. Tatsache ist, dass erst in dieser Zeit, als auch die Binnennachfrage kräftig zulegte, eine Trendumkehr in der Entwicklung der Schuldenstandsquote (öffentliche Schulden in Relation zum BIP) erzielt wurde. Das geschah, nachdem die Fiskalpolitik 1986 eine erneute Wende vollzogen hatte: Die erste Stufe der Einkommensteuerreform trat in Kraft, und die öffentlichen Investitionen wurden nach vielen Jahren der Kürzung kräftig erhöht. Es folgten weitere Einkommensteuersenkungen in den Jahren 1988 und 1990 und dann die deutsche Wiedervereinigung, die gemeinhin als „Schock“ und Auslöser des „Vereinigungsbooms“ gilt.

Ohne Frage führte die Wiedervereinigung zur Destabilisierung Ostdeutschlands, was bis heute jährliche West-Ost-Transfers in Höhe von 4,5 % des BIP zur Folge hatte. Jedoch ist es verfehlt, in diesem Ereignis die Ursache für Deutschlands anhaltende Budgetprobleme zu sehen. Die wahre Ursache hierfür liegt in der Destabilisierung Westdeutschlands. Und diese wurde durch einen anderen Schock ausgelöst, der nicht nur unnötig war, sondern Musterbeispiel eines Makropolitikdesasters ist: 1991 verbohrt sich die Bundesbank auf

den schärfsten geldpolitischen Restriktionskurs unserer Geschichte, und 1992 schwenkte der damalige Finanzminister Theo Waigel die deutsche Fiskalpolitik auf einen unnötig restriktiven Kurs um – noch dazu errichteten wir in Maastricht bedingungslose Sparpolitik zur europaweiten Norm.<sup>1</sup>

Dieser Makropolitikschock war eine völlig unangemessene Reaktion auf die historische Herausforderung. Sie war unnötig, weil keine zweite Wiedervereinigung vor der Tür stand und die deutsche Wirtschaft (bei ausländischer Unterstützung, was sich im Handelsbilanzumschwung niederschlug) beeindruckend gut und flexibel mit dem Ereignis fertig wurde. Das globale Umfeld war durch Wirtschaftsschwäche und freie Ressourcen gekennzeichnet, und dabei blieb auch die *marktbestimmte* Inflation in Deutschland auf niedrigem Niveau stabil.

Es liegt eine gewisse Tragik in der Tatsache, dass sich heute in der Eurozone genau jene paradoxe Entwicklung wiederholt, die 1991/92 Deutschlands Absturz in die anhaltende Krise kennzeichnete: Konsolidierungspolitisch bedingt tritt über kräftige Erhöhungen indirekter Steuern und administrativer Preise eine spürbare Verzerrung der „Headline“-Konsumentenpreisindexinflation zutage, die einen wichtigen Grund für die mangelnde Kooperationsbereitschaft der Zentralbank schafft. Als die Inflation in Westdeutschland 1992 mit 3,9% ihren Höhepunkt fand (Abbildung 1), war der Anstieg in erster Linie finanzpolitisch bedingt – hatte aber nur in Trippelschritten sinkende Zinsen zur Folge. Allseits für ihre ähnlich einseitig auf die Inflation von gestern gerichtete Politik kritisiert, verfehlte auch die Europäische Zentralbank (EZB) seit 2000 ihr Stabilitätsziel einer Inflation von „unter 2%“, weil stagnationsbedingte Konsolidierungsanstrengungen für „tax-push inflation“ sorgten. In diesem Phänomen offenbart sich der kontraproduktive Policy Mix der Eurozone wohl am deutlichsten: Eine zu restriktive Fiskalpolitik und zu restriktive Geldpolitik stellen sich gegenseitig ein Bein!<sup>2</sup>

Die haushaltspolitischen Konsequenzen dieses sich heute wiederholenden Makropolitikdesasters für Deutschland zeigt die Abbildung 2. Ausgehend vom 1989 ausgeglichenen Haushalt kam es im Zuge der Wiedervereinigung zu einem Umschwung im Budget um rund 3 Prozentpunkte des BIP. Da sich die Transfers zum guten Teil selbst finanzierten, betrug das Haushaltsdefizit 1991 *nur* 2,9%! Die dann folgenden drastischen Sparanstrengungen brachten bis 1996 keine Budgetverbesserung. Nur dank des weltwirtschaftlichen Aufschwungs und des Anschubs über den Export nahm Deutschland die Maastricht-Hürde 1997 knapp und in letzter Minute, und vorübergehend verbesserte sich die Haushaltslage

**1** 1990/91 erreichte der kurzfristige Realzins mit 5 bis 6% annähernd das Rekordniveau von 1981. Allerdings erfolgten Zinssenkungen in den Folgejahren dann derart zögerlich, dass bei starker D-Mark-Aufwertung bis Anfang 1996 die monetären Bedingungen für die ungewöhnlich lange Dauer von sechs Jahren auf dem im Zuge der Wiedervereinigung festgelegten Restriktionsgrad verharrten (Bibow 1998, 2001a). Die Studie von Heilemann und Rappen (1997) zeigt, dass die ungewöhnlich scharfen Konsolidierungsbemühungen annähernd zur Finanzierung der Bruttotransfers ausgereicht hätten. Dass die Finanzierungsdefizite im Ergebnis dennoch stiegen, spiegelt die mittels dieses Makropolitikschocks bewirkte nachhaltige Destabilisierung der westdeutschen Wirtschaft wider (Bibow 2001b, 2003b). Die verfolgten konsolidierungspolitischen Strategien zeigen aber auch innerhalb Europas große Divergenzen auf. Während etwa Italien bereits 1990 mit der Konsolidierung begann, unternahmen z. B. Frankreich und Spanien ihre Bemühungen im Wesentlichen erst parallel zum Zinskonvergenzprozess ab 1995 (Bibow 2004a).

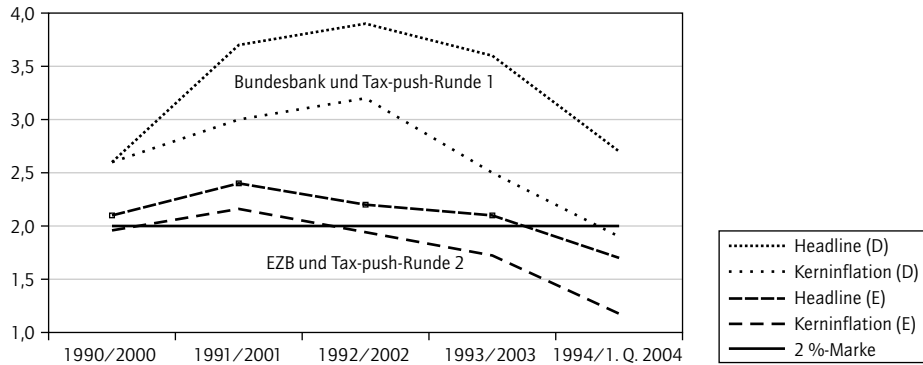
**2** Neben der Preisentwicklung erwies sich auch die Geldmengenentwicklung Anfang der 90er Jahre als paradox: Erst nach dem „Schlesinger-Schock“ vom August 1991 beschleunigte sich bei zunehmender Invertierung der Zinsstrukturkurve das Wachstum von M3 und verließ den im Juli noch gemäß der tatsächlichen Entwicklung nach unten korrigierten Zielkorridor (Bibow 1998). Dies sei hier nur erwähnt, weil auch in diesem Punkt – bei gewisser personeller Kontinuität – Irritationen im Rahmen der WWU weiterhin Bestand haben.

Abbildung 1

### Déjà-vu-Erlebnis wenig schmeichelnder Politikerfahrungen

Konsumentenpreise und Tax-push in Deutschland<sup>1</sup> und der EWU<sup>2</sup>

In %



<sup>1</sup> Westdeutschland 1990 bis 1994; Kerninflationsmaß nach Sachverständigenrat (verschiedene Jahrgänge) und Weeber (1998).

<sup>2</sup> EWU 2000 bis 1. Quartal 2004; Kerninflation ohne staatlich administrierte Preise und Steuern auf Tabakprodukte nach EZB (2004).

Quellen: EZB (2004); Weeber (1998); Sachverständigenrat (verschiedene Jahrgänge).

in den Folgejahren. Mit dem Einbruch des Exports im Jahre 2001 schlug die hausgemachte Stagnation der Binnennachfrage dann voll durch und führte zum heutigen Finanzfiasko.<sup>3</sup> Bei anhaltender Stagnation schnellte die Neuverschuldung auf rund 4 % des BIP. Die „stabilitätsorientierte“ Geld- und Finanzpolitik seit 1992 scheiterte somit fulminant: Nicht das Defizit, sondern das Wachstum wurde nachhaltig auf null reduziert.

Bei äußerst restriktivem Policy Mix wenig überraschend war in der Tat das Kernereignis in den 90er Jahren der nachhaltige Einbruch in Deutschlands nominalem BIP-Trend, vom 5 %-Trend in den 80er Jahren auf beeindruckend niedrige 2 % – wobei auch der reale BIP-Trend halbiert wurde und das Potentialwachstum heute vermeintlich nur noch 1 % beträgt. Im Jahre 2003 drohte Deutschland, bei laut Internationalem Währungsfonds akuter Deflationsgefahr, selbst nominal auf ein Nullwachstum abzugleiten. Allein ein kräftiger Exportschub – im Kern also die hierzulande als nicht stabilitätsorientiert kritisierte Makropolitik der USA – brachte erneut, zumindest vorübergehend, Rettung: ein Bild, das durch die Zahlen für das erste Quartal 2004 nochmals bestätigt wurde. Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte überkompensierte die weiterhin schrumpfende Binnennachfrage.

Während Sparpolitik weiterhin den Ton vorgibt, beruht etwaiges Hoffen auf eine bessere Konjunktur- und Budgetlage allein auf der Weltwirtschaft. Tatsächlich ist nach über einem

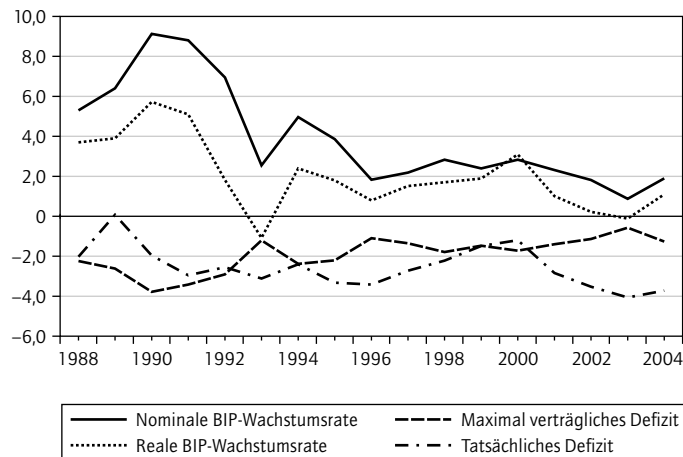
<sup>3</sup> Während die Fed durch großes Geschick Disinflation bei Wachstum vollbrachte, kam in Deutschland eine ganz andere Methode zur Anwendung, die weniger Geschick als vielmehr Sturheit im Erdulden der realen Schäden erfordert. Dabei wurde die marktbestimmte Inflation von ihrem Höhepunkt von rund 3 % Anfang der 90er Jahre auf selbst für deutsche Verhältnisse extrem niedrige 1 % gepresst, und entsprechend deutscher Eigentümlichkeiten wurde der damalige Bundesbankpräsident bei seiner Pensionierung für seine Erfolge in dieser Art von „Stabilitätspolitik“ sogar noch hoch gepriesen (vgl. z. B. Wittkowski 1999).

Abbildung 2

### Wie man durch blindes Sparen ärmer wird

Das deutsche Sparwunder 1988 bis 2004<sup>1</sup>

In % bzw. in % des nominalen BIP



<sup>1</sup> Budgetsaldo 2000 ohne UMTS-Einnahmen.

Quelle: OECD, Economic Outlook, No. 75, Juni 2004.

Jahrzehnt blinder Sparpolitik Deutschlands Budgetlage viel prekärer als je zuvor, wie die Lücke zwischen dem tatsächlichen und dem „maximal verträglichen“ Defizit anzeigt, die es im nächsten Abschnitt anhand der Theorie nachhaltiger Staatsfinanzen weiter zu ergründen gilt.

### 3 Wachstum ist der Schlüssel zu nachhaltigen Staatsfinanzen

Es gilt in Deutschland als Allgemeinut, dass die Schulden von heute immer die Steuern von morgen sind und dass staatliche Ausgabenprogramme nur Strohfeuer entfachen, noch dazu um den hohen Preis steigender Inflationsraten, höherer Zinsen und Währungsschwäche. Tatsächlich lässt sich die Frage, inwieweit eine expansive Fiskalpolitik zu steigenden Defiziten und dabei womöglich zu einer höheren zukünftigen Steuerlast führt, nach den bahnbrechenden Erkenntnissen von Evsey Domar von vor über sechzig Jahren nur in Verbindung mit der Wachstumsperformance der betreffenden Volkswirtschaft sinnvoll beurteilen.

Domar (1944) trat in seinem Aufsatz zur „Last der öffentlichen Schuld“ der bis heute weit verbreiteten Irrlehre entgegen, wonach andauernde Haushaltsdefizite letztlich zu einer Art Schuldenexplosion führen und im Staatsbankrott enden müssten. Er zeigt, dass eine mit konstanter Rate  $g$  wachsende Volkswirtschaft, in der der Staat Jahr für Jahr ein Haushaltsdefizit in Höhe eines konstanten Anteils am exponentiell wachsenden BIP  $\alpha$  aufweist, die öffentliche Schuldenstandsquote  $d$  keineswegs explodieren, sondern gegen einen konstanten Wert konvergieren würde:

$$d = \alpha/g \tag{1}$$

Ähnlich würde auch der zur Bedienung des Zinsdienstes (Zinsen auf öffentliche Schulden in Relation zum BIP) notwendige Steuersatz nicht explodieren, sondern gegen den entsprechenden Wert von  $i\alpha/g$ , konvergieren, wobei  $i$  der auf die öffentliche Schuld zu zahlende Zinssatz ist (und das Zinseinkommen hier als steuerfrei unterstellt wird). Nicht die Defizitquote, sondern die Entwicklung der Schuldenstandsquote ist also für die Steuerzahler von heute und morgen die relevante Größe; ob die Schulden oder das BIP schneller wachsen, ist die kritische Frage. Denn eine konstante Schuldenstandsquote steht für eine konstante Steuerlast der öffentlichen Schuld.

Während sich die Konstanz der Schuldenstandsquote somit als Nachhaltigkeitskriterium der Haushaltslage anbietet (Pasinetti 1988), ist die wohl wichtigste Einsicht, dass der Erfolg von Konsolidierungsbemühungen vom Politikeinfluss auf das *Verhältnis* zweier Variablen abhängt, noch dazu zweier Variablen, die interdependent, aber keine exogenen Politikinstrumente sind. Selbst eine erfolgreiche Reduzierung der Defizitquote kann konsolidierungspolitisch Misserfolg bedeuten, nämlich wenn die BIP-Wachstumsrate dabei stärker sinkt als die Wachstumsrate der öffentlichen Schuld; schlimmer noch, wenn die BIP-Wachstumsrate nachhaltig einbricht, während die Defizitquote womöglich gar weiter steigt – das deutsche Sparwunder. Man bemerke hier, dass sich das zur Stabilisierung einer bestimmten Schuldenstandsquote „maximal verträgliche Defizit“ (in Prozent des BIP) nach Umformung von Gleichung (1) als Produkt aus Schuldenstandsquote und BIP-Wachstumsrate ergibt und dabei proportional mit Letzterer sinkt. Bei Nullwachstum des nominalen BIP erfordert Nachhaltigkeit einen ausgeglichenen Haushalt, sonst nicht. Unsere Nachhaltigkeitslücke ist heute deutlich größer als je zuvor!

Schlimmer noch, diesen Erkenntnissen der Wirtschaftstheorie zum Trotz schlugen sich deutsche Spartugenden im Maastricht-Dogma als direkte Fokussierung der Fiskalpolitik auf die Defizitquote nieder, zunächst mit der Maastrichter 3%-Grenze für die Defizitquote, dann in der Forderung nach einem mittelfristig ausgeglichenen oder überschüssigen Budget im SWP. Dies ist bemerkenswert, weil Domar selbst gefolgert hatte, dass

„the problem of the burden of debt is essentially a problem of achieving a growing national income“ (Domar 1944: 822).

Und fünfzig Jahre später formulierte er noch treffender:

„The proper solution of the debt problem lies not in tying ourselves into a financial straight-jacket, but in achieving faster growth of the GNP, a result which is, of course, desirable by itself“ (Domar 1993: 478).

Wie Buiter, Corsetti und Pesenti (1993) zum Sinn und Unsinn des Maastricht-Vertrags bemerkten, unterstellen die 3%- und 60%-Begrenzungen für Defizit- und Schuldenstandsquote implizit 5% nominales BIP-Wachstum. Nur unter dieser Bedingung sind die an sich willkürlichen Kriterien zumindest miteinander konsistent. Dass sich die Debatte zur Reform des SWP in den vergangenen Jahren von der Defizitquote weg zur Schuldenstandsquote als eigentlichem Nachhaltigkeitskriterium bewegt hat, ist ohne Frage begrüßenswert.

Den eigentlichen Trugschluss deutsch-Maastrichter Fiskalpolitik bringt jedoch Horst Siebert (2002) auf den Punkt, wenn er behauptet:

„Nun ist die Gesamthöhe der Schulden eines Landes sicherlich die Zielvariable; aber die Kontrollvariable kann nur die Neuverschuldung sein.“

Neuverschuldung oder Defizitquote sind *nicht* als Kontrollvariable geeignet. Eine makroökonomische Steuerung sollte sich vielmehr auf die von Domar betonte Variable konzentrieren, worin auch die Begründung für die weiter unten vorgeschlagene Strategie des nominalen BIP-Ziels liegt. Zunächst soll diese alternative Orientierung der Wirtschaftspolitik jedoch durch einen Vergleich der Erfahrungen in der Eurozone und den USA in den 90er Jahren veranschaulicht werden.

#### 4 Die Erfahrungen in der Eurozone im Vergleich zu den USA

Eine häufige Behauptung von Verteidigern des SWP lautet, die Probleme der letzten Jahre seien Folge unzureichender Konsolidierungsanstrengungen in den Jahren „starken Wachstums“ davor:

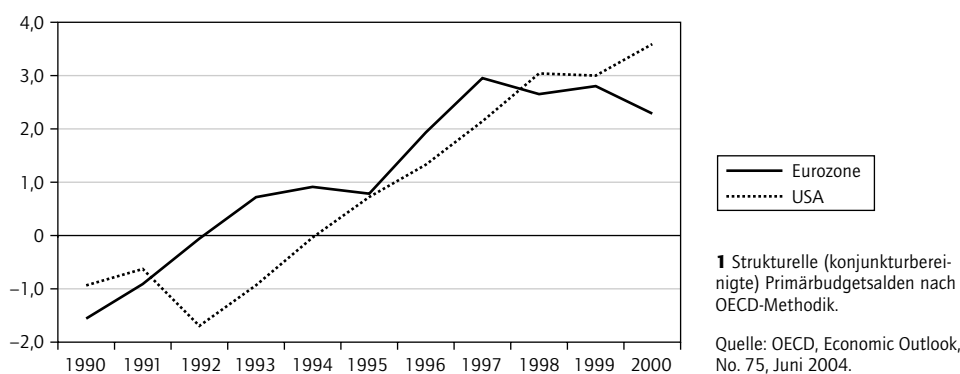
„[Certain] countries now have to pay the price for not having sufficiently consolidated their public finances when economic growth was strong“,

verkündete etwa EZB-Präsident Wim Duisenberg im Juni 2003. Ein Vergleich mit den USA belehrt uns eines Besseren (Bibow 2004a). Abbildung 3 zeigt nämlich, dass – gemessen an der Veränderung des strukturellen Primärsaldos – der fiskalpolitische Umschwung in der Eurozone vergleichbar mit der Entwicklung in den USA war. Für die Erfolgsg Differenz von 25 Prozentpunkten in der Entwicklung der Schuldenstandsquoten in den 90er Jahren – die amerikanische sank um 10 Prozentpunkte, während die der Eurozone um weitere 15 Prozentpunkte zunahm – ist vielmehr die andere Variable in Domars fundamentaler Gleichung verantwortlich: Die Wachstumsperformance der USA übertraf die der Eurozone deutlich.

Die Hauptgründe hierfür lagen erstens im Timing des fiskalpolitischen Umschwungs und zweitens im Grad der geldpolitischen Unterstützung. Zum Timing offenbart die Entwick-

Abbildung 3

#### Nicht Ambitionen ermangelte es, sondern weisen Timings<sup>1</sup> In % des nominalen BIP



lung der strukturellen Primärsalden in Abbildung 3 einen markanten Kontrast: Während der fiskalpolitische Umschwung in den USA erst 1993/94, also zwei Jahre nach dem offiziellen Ende der Rezession, begann, schwenkte die Eurozone im Maastrichter Schicksalsjahr 1991, als – mit Ausnahme Deutschlands – Wirtschaftsschwäche bereits europäische Norm war, auf Sparkurs ein und blieb dann selbst während der Rezession stur auf dieser Linie. Prozyklische Sparpolitik diesseits, antizyklische Konsolidierungsbemühungen jenseits des Atlantiks erklären mit, warum die Eurozone eine so lange Schwächephase und einen sehr viel kürzeren Aufschwung als die USA erfuhr (Horn und Scheremet 1999).

Geldpolitische Unterstützung spielt für die Haushaltsentwicklung eine zweifache Rolle. Zum einen liegt sie in ihrer nachfragepolitischen Bedeutung für die Beschäftigungshöhe, mit entsprechenden Budgetwirkungen. Parallel zum Anstieg der Defizitquote von 3 % auf 6 % in der Rezession der frühen 90er Jahre senkte die Fed ihren Leitzins (inflationbereinigt) zügig auf null. In Verbindung mit mehrjähriger Dollarschwäche schuf dies die Basis für den 1992 beginnenden langen Aufschwung in den 90er Jahren. Erst im Februar 1994 begann die Fed dann die Zinsen auf ein neutrales Niveau anzuheben. Und bis zum Ende des Jahrzehnts unterließ sie es, die Wirtschaft abzuwürgen, obgleich die Arbeitslosenrate deutlich unter jedes zuvor konventionell als „natürlich“ erachtete Niveau sank (Blinder und Yellen 2001).

Zum anderen steht die Geldpolitik in enger Beziehung zur Bedeutung der Zinslast für die Schuldendynamik. Wie Gleichung (2) zeigt, hängt die Zinslast der öffentlichen Schuld vom Verbund zwischen nominaler BIP-Wachstumsrate und nominalem Zinsniveau ab, wobei  $\alpha^p$  für den Primärhaushaltssaldo, also ohne den Zinsdienst (jeweils als Anteil am nominalen BIP) steht:

$$\partial d / \partial t = \alpha^p + id - gd = \alpha^p + (i - g) d \quad (2)$$

Nur wenn Zinsniveau und Wachstumsrate gleich hoch sind, ist die Schuldendynamik allein vom Primärsaldo bestimmt (und im „steady state“ wäre die Neuverschuldung gleich der Höhe des Zinsdienstes). Ist das Zinsniveau dagegen höher (niedriger) als die BIP-Wachstumsrate, kommt ein „Zinslast(-Zinssubventions)-Faktor“ hinzu (Pasinetti 1997). Ein solcher Zinslastfaktor wäre dann unter Stabilhaltung der Schuldenstandsquote mit einer entsprechenden Verdrängung von Primärausgaben verbunden, wobei der hierfür notwendige Primärüberschuss (in Prozent des BIP) mit der „Zinslücke“ (Differenz zwischen Nominalzins und nominalem BIP-Wachstum) anwächst.

Ein wichtiges Kennzeichen amerikanischer Wirtschaftspolitikpraxis ist der enge Gleichlauf von nominaler BIP-Wachstumsrate und langfristigem Nominalzins. Besonders auffällig trat dieser Faktor im Abschwung seit 2001 in Erscheinung, als die U.S. Federal Reserve in beeindruckender Entschlossenheit den Nominalzins sogar nachhaltig *unter* die nominale BIP-Wachstumsrate drückte, und zwar als die Administration den größten Fiskalumschwung in der US-Geschichte vollzog. Bundesbankdogma und „Crowding-out“-Geschichten, wonach Budgetdefizite die Zinsen zwangsläufig nach oben treiben müssten, gelten eben nur dort, wo die Geldpolitik sich entsprechend verhält. Bei Untersuchung der amerikanischen Schuldendynamik mittels Gleichung (2) für die Zeit von 1991 bis 2004 ergibt sich so ein (kumulativer) Zinslastfaktor von *nur* 5 Prozentpunkten, d. h. ein Anstieg der Schuldenstandsquote in dieser Höhe ist auf die Zins-Wachstums-Konstellation zurückzuführen.



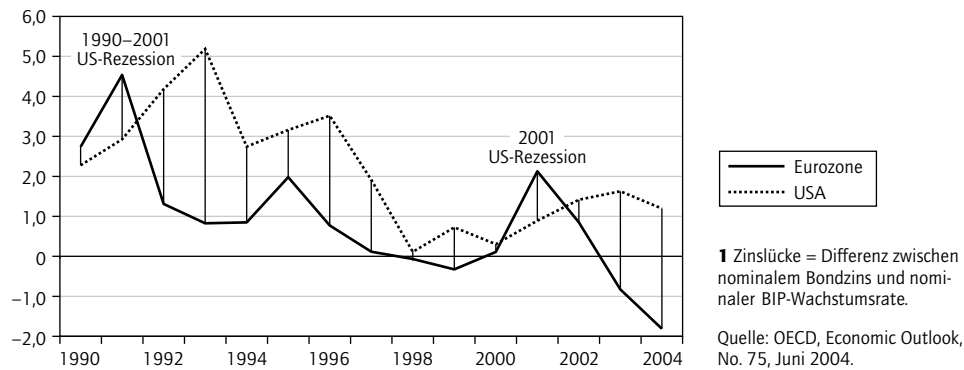
Für eine Kehrtwende von der Spar- zur Wachstumsorientierung

Abbildung 4

### Kooperative und unkooperative Geldpolitik

Zinslücken<sup>1</sup> in der Eurozone und den USA im Vergleich

In %



Im krassen Gegensatz hierzu erreichte die Eurozone einen ähnlich engen Verbund erst in den späten 90er Jahren – und nur für kurze Zeit (Abbildung 4).

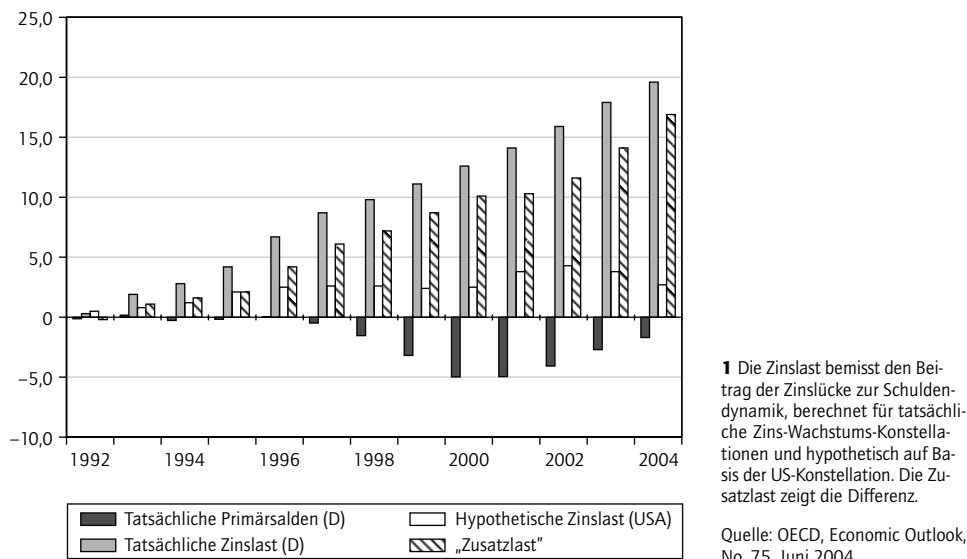
Konzentriert man sich auf das EWS-Leitwährungsland Deutschland, zeigt sich, dass mangelhafte geldpolitische Kooperation für den deutschen Steuerzahler ausgesprochen teuer war. Die deutlich ungünstigere Zins-Wachstums-Konstellation im Vergleich zu den USA resul-

Abbildung 5

### Stabilitätspolitik und Zinslastfaktor

Kumulative Beiträge von Primärsalden und Zinslast<sup>1</sup> seit 1991

Kumulierte Veränderungen in %



tierte in einer entsprechenden „Zusatzlast“ von rund 17 Prozentpunkten (Abbildung 5) – ein Beitrag zum Anstieg der deutschen Schuldenstandsquote, der die Bedeutung von Wiedervereinigungslasten (DDR-Altschulden, Treuhandschulden usw.) deutlich übertrifft!

Nicht allein diese unnötige Last der „Stabilitätsorientierung“ wird in Deutschland beständig ignoriert. Weit verbreitet ist hierzulande auch der Irrglaube, wonach es um Deutschlands Staatsfinanzen mit einer Defizitquote von rund 4 % zwar schlimm bestellt wäre, die USA mit rund 5 % schon mit einem Bein im Staatsbankrott stünden. Das ist weit gefehlt. Denn der entscheidende Unterschied ist: Das nominale BIP-Wachstum der USA beträgt im Frühjahr 2004 rund 6 %, während das deutsche knapp 2 % erreicht (und dabei allein vom Export gestützt ist!). Die Schuldenstandsquoten steigen in beiden Ländern. Doch während die amerikanische bei geltender Konstellation gegen 85 % konvergiert, lautet die entsprechende Quote für Deutschland 200 %!

Also noch mehr blinde Sparpolitik, wie es weiterhin im deutschen Parlament von der Opposition und aus Regierungsreihen sowie für die Eurozone etwa von der EZB und Europäischen Kommission gefordert wird? Es ist an der Zeit, die verheerenden Erfahrungen mit blinder Sparpolitik endlich zur Kenntnis zu nehmen, zumal die Politikgegensätze zu den USA – und eben auch die Erfolge! – in den letzten Jahren kaum deutlicher hätten sein können. Durch Wachstumsorientierung und kooperatives Zusammenspiel der wirtschaftspolitischen Behörden der USA wurden erst der lange Aufschwung in den 90er Jahren und dann die gegenwärtige Erholung der Binnennachfrage ermöglicht. Über die Stützung der Beschäftigung sowie den engen Verbund zwischen Nominalzins und nominalem BIP-Wachstum verhinderte diese Art von Makropolitik jene Faktoren, die in Europa beständig die Dynamik der öffentlichen Verschuldung dominieren: anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und (im Vergleich zum Wachstum) viel zu hohe Zinsen.

Es ist richtig, dass sich die jetzige Generation an ihren Kindern und Enkeln versündigt: Das deutsch-Maastrichter Spardogma führte zum Einbruch öffentlicher Investitionen sowie – bei anhaltender Kapazitätsunterauslastung wenig überraschend – zu einer ebenso unbefriedigenden privaten Investitionstätigkeit. Im Ergebnis sparten wir am Kapitalstock, den wir unseren Kindern und Enkeln hinterlassen, bürden ihnen aber dafür dank nachhaltig schwachem BIP-Wachstum eine entsprechend höhere öffentliche Schuldenlast auf. Eine Abkehr von dieser verantwortungslosen Politik ist dringend geboten: Spardogma und SWP gehören eingemottet.

## 5 **Nominales BIP-Ziel als Strategie für die Makrowirtschaftspolitik der WWU**

Im Lichte von Theorie und Erfahrung lautet mein Ratschlag daher kurz und bündig: Weg von der Defizitorientierung, hin zur Wachstumsorientierung. Denn die entscheidende Variable in Domars fundamentaler Gleichung ist das Wirtschaftswachstum. Eine Partnerschaft aus Geld- und Finanzpolitik mit gemeinsamer Zielverpflichtung, im Kern die Strategie des nominalen BIP-Ziels unter der Beschränkung nachhaltiger Staatsfinanzen, wäre hierzu erforderlich.

Unterstellt wird ein gezielter Ausgleich der Instrumente im makroökonomischen Policy Mix. Keineswegs unterstellt wird eine direkte Kontrollierbarkeit des nominalen BIP-Wachstums. Die Kernhypothese lautet vielmehr, dass die Makrowirtschaftspolitik deutlich besser zur Steuerung des nominalen BIP-Wachstums geeignet ist als zur Verfolgung eines direk-

ten Defizitziels mittels Sparpolitik, verbunden mit einer geldpolitischen Fokussierung auf Preisstabilität, die jede nachfragepolitische Verantwortung offen lässt.<sup>4</sup> Eine Stabilisierung der Schuldenstandsquote innerhalb bestimmter Bandbreiten ist in großen Volkswirtschaften nur mittelbar durch eine auf Binnennachfragewachstum ausgerichtete Makrowirtschaftspolitik erreichbar, quasi als Nebenbedingung mittelfristiger Finanzplanung und als Folge angemessenen Wachstums, das durch gezielte Stabilisierungspolitik sicherzustellen ist.

Diskretionäre Ausgaben, speziell öffentliche Investitionen, bedürfen dazu einer Verstärkung entlang einem angemessenen Wachstumspfad für das nominale BIP – das damit, länderindividuell gestaltet, anstelle sinnloser Defizitkriterien zum zentralen Koordinierungsinstrument der WWU wird. Auf Basis einer an diesem nominalen BIP-Ziel ausgerichteten mittelfristigen Finanzplanung wäre für konjunkturabhängige Ausgaben und Einnahmen grundsätzlich das freie Wirken der eingebauten Stabilisatoren zu gestatten. Aufgabe der Kommission wäre die laufende Überwachung der „Gegenfinanzierung“ etwaiger Steuer- und Ausgabenpolitikänderungen im Rahmen länderspezifischer mittelfristiger Pläne.

Diese Umorientierung der Fiskalpolitik würde die beiden Kerndefizite im Maastricht-Dogma und SWP abbauen. Erstens würden die für unsere Kinder und Enkel besonders abträglichen Einsparungen bei den öffentlichen Investitionen vermieden werden. Zweitens würde das freie und symmetrische Wirken der automatischen Stabilisatoren jene destabilisierenden fiskalpolitischen Kräfte unterbinden, die in die gegenwärtige Krise führten.

Es verwundert daher nicht, dass die hier vorgeschlagene Strategie des nominalen BIP-Ziels in diesen Punkten mit anderen Vorschlägen der herrschenden Reformdebatte völlig übereinstimmt. Im Gegensatz zur von einigen deutschen Instituten präferierten Konsolidierung mittels einer Politik expliziter Ausgabenpfade empfehle ich einen Zweistufenplan für die Implementierung der Strategie. Als erste Stufe sollte zunächst das Erreichen einer angemessenen Kapazitätsauslastung und Stabilisierung des nominalen BIP-Wachstumspfades Priorität haben. Erst danach könnte eine Politik der gezielten Senkung der Schuldenstandsquote in Angriff genommen werden. Dazu hat allerdings die Geldpolitik, auf deren Rolle ich sogleich zurückkomme, in Vorleistung zu treten, um die private Nachfrage entsprechend zu stimulieren, bevor die fiskalpolitische Restriktion das Wachstum erneut unnötig abwürgt. Der Zweistufenplan tritt damit auch jener modernen Verwirrung zur Fiskalpolitik entgegen, wonach die automatischen Stabilisatoren frei wirken würden, obwohl trotz Rezession eine diskretionäre Rückführung des strukturellen Defizits vollzogen wird (wie es etwa in Deutschland auch in diesem Jahr weiterhin der Fall ist).

Dagegen könnte man einen Vorschlag Bofingers (2003) zur Gestaltung des Policy Mix in der WWU als vielleicht sinnvolle Ergänzung des hier vorgeschlagenen Grundmodells an-

<sup>4</sup> Die Strategie des nominalen BIP-Ziels selbst, für die z. B. Meade (1978), Tobin (1980), McCallum (1987) und Hall (1984) eintraten, spielt zurzeit in der theoretischen Diskussion zwar nur eine untergeordnete Rolle, sie entspricht im Kern jedoch der wirtschaftspolitischen Realität in den USA, sichergestellt insbesondere durch das duale Mandat der U.S. Federal Reserve, deren Verhalten häufig durch eine von John Taylor (1993) in die Diskussion eingebrachte Regel beschrieben wird. Was die praktischen Auswirkungen angeht, ist die populäre Strategie des „direkten“ Inflationsziels übrigens vom nominalen BIP-Ziel kaum unterscheidbar, sofern sie, wie von der Bank of England, angemessen vorausschauend und symmetrisch betrieben wird. Denn bei stabiler Lohninflation weisen Inflation und Inflationserwartungen ein hohes Maß an Trägheit auf, so dass die Geldpolitik im Ergebnis über die Nachfragesteuerung in erster Linie die Beschäftigung stabilisieren kann. Zu betonen ist, dass meine Hypothesen zur Steuerbarkeit des nominalen BIP mittels der Makropolitik und zum gezielten Ausgleich im Policy Mix samt stabilisierungspolitischer Verantwortung der Geldpolitik mit dem herrschenden Mainstream im völligen Einklang stehen, während das Maastricht-Regime wirtschaftstheoretisch eine klare Abseitsposition einnimmt. Zu den Tücken der Anwendung von Taylor-Regeln, speziell auf die EZB, vgl. Bibow (2004b).

sehen. Eine Regel zur Bindung der nationalen Fiskalpolitik an etwaige Abweichungen der nationalen Inflationsraten vom Eurozonendurchschnitt ist darin vorgesehen. Während die Strategie des nominalen BIP-Ziels zunächst nur auf das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren aufbaut, würden sich laut Bofingers Vorschlag länderspezifisch darüber hinausgehend dem Wesen nach diskretionäre fiskalische Anpassungen zur Stabilisierung der nationalen Konjunkturen ergeben. In der Tat halte auch ich bei weiterhin fehlendem Zentralbudget eine solche Flexibilität der Mitgliedsländer der WWU zur Bekämpfung asymmetrischer Schocks für wohl hilfreich.<sup>5</sup>

Meines Erachtens gingen in den vergangenen Jahren die Probleme allerdings weniger auf wahre asymmetrische Schocks zurück, sondern waren Folge einer verfehlten Reaktion auf einen an sich symmetrischen Schock: der globale Abschwung 2001, der in der Eurozone in Form eines Mitte 2000 beginnenden Einbruchs der Binnennachfrage eintrat. Etwaige Divergenzen innerhalb der Eurozone, die seitdem eingetreten sind, waren zwar teilweise fiskalpolitisch bedingt, quasi als asymmetrische Destabilisatoren. Doch das Kernproblem war ein für die Eurozone insgesamt unangemessener Policy Mix, wonach sich, wie eingangs erwähnt, die zu restriktive Geldpolitik und zu restriktive Fiskalpolitik nach deutschem Vorbild gegenseitig ein Bein gestellt haben.

Die Strategie des nominalen BIP-Ziels soll vor allem als Basis zur Erreichung eines angemessenen Fiscal Stance für die Eurozone dienen. Doch nicht minder bedeutsam ist die explizite Verpflichtung auch der Geldpolitik auf dieses Ziel, um einen angemessenen Policy Mix sicherzustellen. Denn hier liegt das eigentliche Kernproblem Europas: Die EZB verweigert jegliche stabilisierungspolitische Verantwortung. Da auch die EZB Zinspolitik und somit unweigerlich Nachfragepolitik betreibt, steht diese Position nicht nur im wirtschaftstheoretischen Niemandsland. Die praktischen Folgen ihrer bisherigen Politik erweisen sich als wahrhaft verheerend: Unnötig aggressive Zinserhöhungen im Jahre 2000 provozierten zunächst fahrlässig den Abschwung, woraufhin unnötige Verzögerungen dringender Zinssenkungen in anhaltender Binnennachfrage stagnation mündeten (Bibow 2002a, 2002b, 2003a, 2004b).

Somit trägt die EZB auch die Hauptverantwortung für die budgetären Folgen anhaltender Stagnation.<sup>6</sup> Und hier offenbart sich ein weiterer deutscher Kernirrtum, den bereits Wilhelm Vocke, der erste Präsident der Bank Deutscher Länder, in der Behauptung ausdrückte, dass

„jede Inflation [...] bei den Staatsfinanzen in einer Aufblähung der öffentlichen Ausgaben“ (Vocke 1973: 207)

beginne. In aktueller Form lautet dieses Dogma:

„Finanzpolitik [ist und bleibt] eine stete Bedrohung stabilen Geldes“ (Issing 2000).

<sup>5</sup> Dabei geht es Bofinger (2003) im Kern darum, die in der WWU beobachtbaren destabilisierenden Tendenzen zu verhindern, die dadurch entstehen, dass Länder mit schwacher (starker) Konjunktur neben SWP-bedingter restriktiver (möglicherweise expansiver) Fiskalpolitik über relativ niedrige (hohe) Lohninflationsraten bei einheitlichem Nominalzins noch zusätzlich durch divergierende Realzinsniveaus destabilisiert werden. In der Tat hat die Politik des Lohndumping Deutschland die höchsten Realzinsen in der WWU beschert. Doch das Verhalten der größten Volkswirtschaft Europas ist nicht nur im Hinblick auf seine rein nationalen Interessen kontraproduktiv, sondern bedingt auch WWU-interne Handelsungleichgewichte verbunden mit dem Risiko, ein weiteres Sinken der Lohninflation in der WWU zu provozieren. Vgl. Bibow (2003), Kromphardt (2003) und Spahn (2003).  
<sup>6</sup> Der Chef-Volkswirt der EZB bemerkte hierzu im Juni 2003 selbst, dass „die jetzigen Überschreitungen der Haushaltspläne [...] vor allem mit der schwachen Wirtschaftslage zu tun [hätten]“ (Der Spiegel, 2003).

Von den Interdependenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik weiß wohl jeder Makroökonom – nur gelten diese eben in beide Richtungen. So übersieht das einseitige Bundesbank-/EZB-Dogma ständig, dass wachstumsunverträgliche Geldpolitik über ihre Beschäftigungs- und Zinslasteffekte gravierende Budgetschäden anrichten kann. Entsprechend schließt die Strategie des nominalen BIP-Ziels die Geldpolitik zwingend mit ein, was – dem Vorbild der U.S. Federal Reserve folgend – über ein duales Mandat erreichbar wäre. In der Tat greift heute jede allein auf das Fiskalregime der Eurozone gerichtete Debatte zu kurz. Denn ohne wachstumsorientierte Geldpolitik und entsprechende Reformen der EZB wird sich der deflationäre Bias im Maastrichter Regime nicht beheben lassen (Bibow 2001a).

Man bemerke also: Für Geld- und Lohnpolitik enthält der hier vorgeschlagene Plan eine symmetrische Disziplinierung. Denn bei gegebenem nominalen BIP-Ziel bedingt eine inflationstreibende Lohnpolitik entsprechend weniger reales BIP-Wachstum. Anders herum erzwingt eine Politik der Lohnzurückhaltung aber auch eine expansivere Geldpolitik – jener entscheidende Mechanismus, der im Maastricht-Regime fehlt. So beobachteten wir in Deutschland in den 90er Jahren und nunmehr in der Eurozone stattdessen ein nachhaltiges Absinken des nominalen BIP-Wachstums, verbunden mit entsprechenden Neuschätzungen für den Trend des realen BIP-Wachstums und struktureller Haushaltspositionen (dank bequemer statistischer Methodik) – wogegen sich vermeintlich stabilitätsorientierte unabhängige Zentralbankpolitiker ungeniert ihres „Erfolgs“ loben.

## 6 Zusammenfassung

Viele gängige Reformvorschläge zur Erhöhung der Flexibilität des SWP und Vermeidung seiner destabilisierenden Wirkungen weisen in die richtige Richtung: etwa die Betonung struktureller Haushaltspositionen und der Schuldenstandsquote, Sonderbehandlung öffentlicher Investitionen, das Festlegen expliziter Ausgabenpfade. Insgesamt gehen sie aber nicht weit genug, um eine Fortsetzung der bislang durch Spardogma und SWP sowie durch verfehlte Geldpolitik erzeugten Schäden zu verhindern. Hier wird dazu eine vollständige Kehrtwendung in der Makrowirtschaftspolitik empfohlen: weg von der Defizitorientierung, hin zur Wachstumsorientierung. Anstelle blinder Sparpolitik, verbunden mit einseitig auf Preisstabilität fokussierter Geldpolitik, sollte zur Sicherstellung eines angemessenen Policy Mix für die WWU die Strategie des nominalen BIP-Ziels als zentraler Koordinierungsmechanismus treten. Nachhaltige Staatsfinanzen lassen sich nur mittelbar und als Folge angemessenen Wachstums gewährleisten, das durch gezielte Stabilisierungspolitik sicherzustellen ist.

## Literaturverzeichnis

- Bibow, Jörg (1998): Geldpolitik als Inflationsursache? In: B. Priddat & A. Vilks (Hrsg.): *Wirtschaftswissenschaft und Wirtschaftswirklichkeit*. Marburg, Metropolisverlag, 15–78.
- Bibow, Jörg (2001a): Making EMU Work: Some Lessons from the 1990s. *International Review of Applied Economics*, 15 (3), 233–259.
- Bibow, Jörg (2001b): *The Economic Consequences of German Unification: The Impact of Misguided Macroeconomic Policies*. Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 67. New York.

- Bibow, Jörg (2002a): The Markets versus the ECB and the Euro's Plunge. *Eastern Economic Journal*, 28 (1), 45–57.
- Bibow, Jörg (2002b): The Monetary Policies of the European Central Bank and the Euro's (mal-)Performance: A Stability-Oriented Assessment. *International Review of Applied Economics*, 16 (1), 31–50.
- Bibow, Jörg (2003a): *Is Europe Doomed to Stagnation?* Levy Economics Institute, Working Paper Series No. 379. New York.
- Bibow, Jörg (2003b): On the “Burden” of German Unification. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 61 (225), 137–169.
- Bibow, Jörg (2004a): *Fiscal Consolidation: Contrasting Strategies & Lessons from International Experiences*. Levy Economics Institute, Working Paper Series No. 400. New York.
- Bibow, Jörg (2004b): *Assessing the ECB's Performance since the Global Slowdown*. Levy Economics Institute, Working Paper Series No. 409. New York.
- Blinder, Alan S. und Janet L. Yellen (2001): *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*. A Century Foundation Report. New York.
- Bofinger, Peter (2003): The Stability and Growth Pact Neglects the Policy Mix between Fiscal and Monetary Policy. *Intereconomics*, Januar/Februar, 4–7.
- Buiter, Willem H., Giancarlo Corsetti und Nouriel Roubini (1993): Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht. *Economic Policy*, 16, 58–100.
- Der Spiegel (2003): „Wir nehmen Risiken ernst.“ Interview mit Otmar Issing am 16. Juni 2003.
- Domar, Evsey D. (1944): The “Burden of the Debt” and the National Income. *American Economic Review*, 34 (4), 798–827.
- Domar, Evsey D. (1993): On Deficits and Debt. *American Journal of Economics and Sociology*, 52 (4), 475–8.
- Duisenberg, Wim (2003): *Monetary and Fiscal Policy in the Euro Area*. Berlin.
- ECB (2004): *Monthly Bulletin*, Januar, Box 3, 27–8.<sup>7</sup>
- Hall, Robert E. (1984): Monetary Policy for Noninflationary Growth. In: J. M. Moore (Hrsg): *to Promote Prosperity: U.S. Domestic Policy in the Mid-1980s*. Stanford, CA, Hoover Institution Press, 61–71.
- Heilemann, Ulrich und Hermann Rappen (1997): *The Seven Year Itch? German Unity from a Fiscal Viewpoint*. American Institute for Contemporary German Studies at The Johns Hopkins University, Research Report No. 6. Washington, D.C.
- Horn, Gustav A. und Wolfgang Scheremet (1999): Erfolgreiche Konsolidierung des amerikanischen Staatshaushalts – Ein Beispiel für Europa? *Wochenbericht des DIW Berlin*, 66 (12), 227–233.
- Issing, Otmar (2000): *Walter Eucken: Vom Primat der Währungspolitik*. Vortrag am Walter-Eucken-Institut vom 17. März 2000 in Freiburg.
- Kromphardt, Jürgen (2003): Lohnpolitik bei möglicher Deflation. *Wirtschaftsdienst*, 8, 501–508.
- McCallum, Bennet T. (1987): The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123 (3), 415–429.
- Meade, James E. (1978): The Meaning of Internal Balance. *Economic Journal*, 91, 423–35.

<sup>7</sup> Die Daten wurden mir von der EZB bereitgestellt, mit dem Hinweis, sie seien „rough proxies (particularly the administered services price series) and should not be treated as official ECB data“.

- Pasinetti, Luigi L. (1997): The Social “Burden” of High Interest Rates. In: Philip Arestis, Gabriel Palma und Malcolm Sawyer (Hrsg.): *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economic Thought*. London, Routledge, 160–168.
- Pasinetti, Luigi L. (1998): The Myth (or Folly) of the 3% Deficit/GDP Maastricht “Parameter”. *Cambridge Journal of Economics*, 22, 103–16.
- Sachverständigenrat: *Jahresgutachten*, verschiedene Jahrgänge.
- Siebert, Horst (2002): Wir brauchen den Stabilitätspakt. *Financial Times Deutschland*, 6. August 2002.
- Spahn, Heinz-Peter (2003): *Zum Policy-Mix in der Europäischen Währungsunion*. Hohenheimer Diskussionsbeiträge 226. Universität Hohenheim.
- Taylor, John (1993): Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Tobin, James (1980): Stabilization Policy Ten Years After. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 19–72.
- Vocke, Wilhelm (1973): *Memoiren*. Stuttgart, Deutsche Verlagsgesellschaft.
- Weeber, Joachim (1998): Der staatliche Einfluss auf die Verbraucherpreise. *WISU*, 10, 1066–1074.
- Wittkowski, Bernd (1999): Seine Performancenote entspricht der Teuerung – Tietmeyer hat sich in einer einzigartigen Ära der Währungs- und Geldpolitik die „1,0“ verdient. *Börsen-Zeitung*, 27. August 1999. Wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 58. Frankfurt a. M.