

# Makroökonomische Politik im Euroraum: Eine kritische Betrachtung

Philip Arestis  
Warren Mosler

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum war in den vergangenen Jahren – nicht zuletzt infolge unzureichender wirtschaftspolitischer Unterstützung – enttäuschend. Der Beitrag setzt sich kritisch mit der Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik im Euroraum auseinander und beleuchtet dabei insbesondere die Rolle der Europäischen Zentralbank, die im Vergleich zu den Zentralbanken Großbritanniens und der USA zu zögerlich handelt und im Gegensatz zur Deutschen Bundesbank die Bedeutung des Wechselkurses nicht ausreichend berücksichtigt.

## 1

### Einleitung

Der Fokus der Politik basiert im Euroraum auf dem Grundsatz, dass das Hauptinstrument der makroökonomischen Politik die Geldpolitik ist, diese jedoch ausschließlich der Beeinflussung der Inflation als einem monetären Phänomen dient. Die Finanzpolitik wird nicht länger als starkes makroökonomisches Instrument betrachtet. Vorstellbar ist allein eine Finanzpolitik, mit der Haushaltsdefizite vermieden und Haushaltsüberschüsse ermöglicht werden. Für die Geldpolitik ist jetzt die Europäische Zentralbank (EZB) zuständig, während die Finanzpolitik weiterhin auf nationaler Ebene entschieden wird. Letztere ist aber durch Defizitgrenzen und die Kontrolle der Europäischen Kommission nach Maßgabe des mittlerweile doch recht aufgeweichten Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) beschränkt. Die Einführung der europäischen Währung sah nach einem großen Schritt nach vorn für die Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung und des Handels unter den Mitgliedern dieser Währungsunion aus. Jedoch wird die Wirtschaftsleistung im Euroraum durch zwei Faktoren eingeschränkt, nämlich durch ein unzureichendes Interesse an der Bedeutung der Gesamtnachfrage und eine fehlende Beeinflussung des Wechselkurses. Auf diese beiden Aspekte konzentriert sich der vorliegende Beitrag.

Dabei wird wie folgt vorgegangen: Der zweite Abschnitt befasst sich mit der makroökonomischen Politik im Euroraum, dem Gebiet der Europäischen Währungsunion (EWU). Im dritten Abschnitt wird die Rolle der Gesamtnachfrage erörtert

und der vierte Abschnitt betrachtet die bisherigen Erfahrungen mit dem Euro. Der fünfte Abschnitt fasst die Ergebnisse der kritischen Betrachtung zusammen.

## 2

### Makroökonomische Politik in der EWU

Für die Geldpolitik der EWU sind nicht die nationalen oder die politischen Instanzen zuständig, sondern die EZB. Die Finanzpolitik untersteht weiterhin den nationalen Regierungen, ist jedoch durch die Vorgaben des SWP dauerhaft beschränkt. Der SWP verpflichtet die Regierungen zu ausgeglichenen Haushalten, wobei möglichst Überschüsse erzielt werden sollen, die Defizite aber in keinem Fall 3 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überschreiten dürfen.<sup>1</sup> Die EZB und die nationalen Zentralbanken sind durch das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) verbunden und teilen sich die Aufgaben untereinander. Die EZB ist für das Erreichen des Inflationsziels und somit für die Festsetzung der Zinssätze verantwortlich, die nationalen Zentralbanken tragen die Verantwortung für die Regularien. Langfristig hat die Zentralbank keinen erkennbaren Einfluss auf das Produktionsniveau oder die Produktionswachstumsrate, ihr Handeln bestimmt aber die langfristige Inflationsrate. Die Inflation wird daher als ein monetäres Phänomen betrachtet und die Inflationsrate letzten Endes durch das Handeln der Zentralbank bestimmt.

Die EZB soll vom Rat und Parlament der Europäischen Union (EU) und von ihren Mitgliedsregierungen unabhängig sein. Daher besteht eine vollständige Trennung zwischen den geldpolitischen Instan-

zen in Form der EZB und den finanzpolitischen Instanzen, die durch die nationalen Regierungen jener Länder vertreten sind, die der EWU angehören. Die EZB ist diesbezüglich eindeutig. So heißt es beispielsweise in EZB (2003): „Auf dem Gebiet der geld- und finanzpolitischen Koordinierung rückte man von dem Konzept abgestimmter kurzfristiger wirtschaftspolitischer Reaktionen auf Schocks ab und ging zur Einführung eines nicht diskretionären, auf Regeln beruhenden Systems über, das den geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträgern einen zeitkonsistenten Handlungs-

<sup>1</sup> Im März 2005 wurde der SWP gelockert. Künftig werden besondere Umstände berücksichtigt, bevor bei einem Überschreiten der Defizitgrenze von 3 % entsprechend dem reformierten SWP Sanktionen gegen das jeweilige Land verhängt werden. Diese neue Regelung wurde von der Europäischen Kommission (Ende Juni 2005) auf Italien angewandt. Der italienischen Regierung wurde eine Frist bis 2007 eingeräumt, um das „übermäßige“ Haushaltsdefizit zurückzuführen (von der Kommission wird für 2005 ein Defizit von 3,6 % und für 2006 von 4,6 % prognostiziert; 2004 belief sich das Defizit auf 2,4 %). Laut Europäischer Kommission lagen im Fall Italiens „besondere Umstände“ vor, die eine Verlängerung der Frist für die Defizitrückführung auf unter 3 % des BIP rechtfertigten.

**Philip Arestis**, University Director of Research, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, University of Cambridge.  
e-mail: pa267@hermes.cam.ac.uk

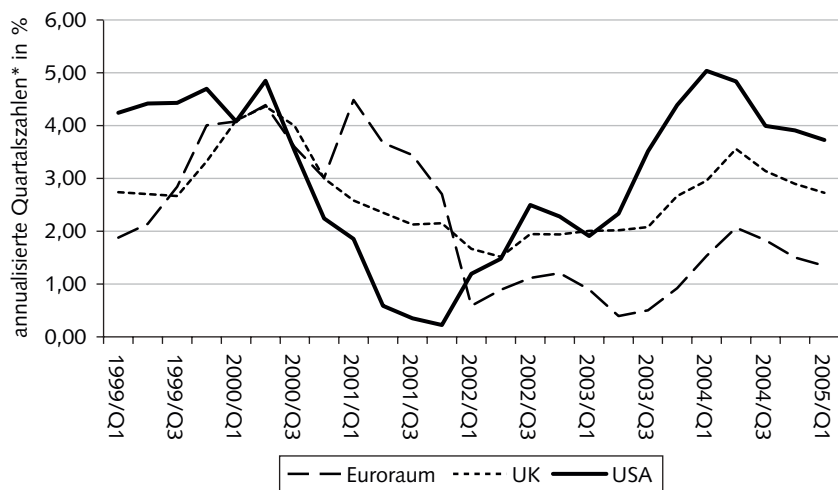
**Warren Mosler**, Senior Associate Fellow, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, University of Cambridge  
e-mail: mosler@rocketmail.com

Übersetzung: Andrea Tonk, Köln

rahmen und damit einen zuverlässigen Anker für die privaten Erwartungen bietet. ... Damit erübrigt sich im Allgemeinen jede weitere Maßnahmenkoordination im politischen Tagesgeschäft.“ (S. 42f.). Daraus folgt, dass nur eine geringe Koordinierung von Geld- und Finanzpolitik möglich ist. In der Tat wäre jeder Koordinierungsversuch äußerst schwer umzusetzen. Denn neben der Trennung zwischen geldpolitischen und finanzpolitischen Instanzen gibt es außerdem eine Vorschrift des EU-Vertrages, dass die nationalen Regierungen (und daher die finanzpolitischen Instanzen) keinerlei Einfluss auf die EZB (und somit auf die währungspolitischen Instanzen) ausüben sollen. Eine strenge Auslegung dieser Vorschrift würde sogar jeden Versuch einer Koordinierung von Geld- und Finanzpolitik ausschließen. Sie ist aus Sicht der EZB auch nicht wünschenswert: „Es kann keinen Raum für eine aktive Koordinierung von Finanz- und Geldpolitik geben. Eine solche aktive Koordinierung muss ineffektiv sein, da weder die Finanz- noch die Geldpolitiker in der Lage sind, wirtschaftliche Entwicklungen abzustimmen. Festlegungen auf eine Ex-ante-Koordinierung von Finanz- und Geldpolitik könnten die Verantwortlichkeiten der geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträger verwischen und letzten Endes die Anreize zur Verfolgung ihrer Ziele verringern. Das wirtschaftliche Ergebnis einer solchen Koordinierung wäre wahrscheinlich schlechter als das Politikverhalten innerhalb des bestehenden institutionellen Aufbaus, da nur Letzterer eine echte Verantwortlichkeit gewährleistet“ (Duisenberg 2003a, S. 5).

Die Einführung des Euro als Bargeldwährung (im Januar 2002) im Anschluss an die Einführung als Buchwährung (im Januar 1999) erfolgte vor dem Hintergrund einer wirtschaftlichen Entwicklung, die zusätzlich zu den ohnehin schon hohen Arbeitslosenzahlen von einer Verlangsamung des Wachstums und steigender Arbeitslosigkeit im Euroraum und weltweit geprägt war. *Abbildung 1* verdeutlicht diesen Punkt. Seit der zweiten Jahreshälfte 2000 hat sich das reale Wachstum des BIP im Euroraum kontinuierlich verlangsamt. Die Vorhersagen für die Jahre 2005 und 2006 sowie die Prognosen der Europäischen Zentralbank (EZB) für denselben Zeitraum lauten dahingehend, dass die 2004 (Q2) erkennbare Verlangsamung in der ersten Jahreshälfte 2005 anhalten wird, während für die zweite Jahreshälfte 2005 und für 2006 von einer

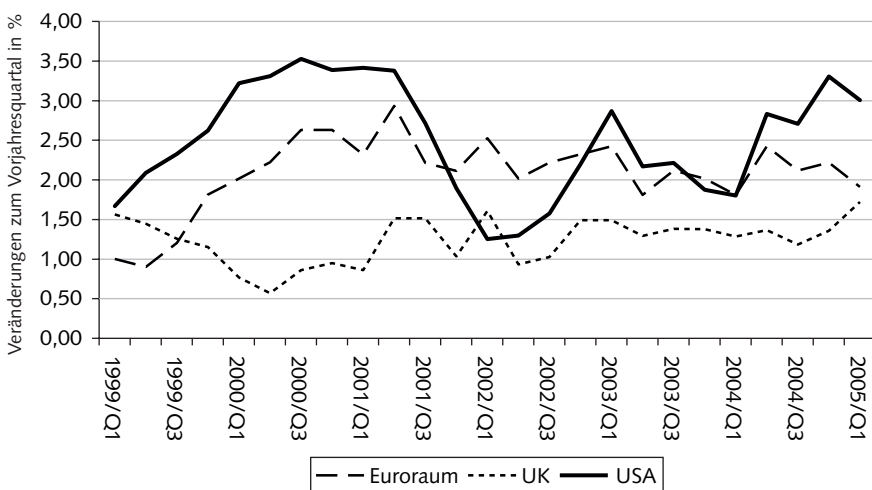
**Abb. 1: Veränderungen des Bruttoinlandsprodukts - in % -**



\*Vierteljahreswert auf den Jahreswert hochgerechnet.  
Quelle: Thompson Datastream.

WSI Hans Böckler Stiftung

**Abb. 2: Veränderungen der Konsumentenpreise - in % -**



Quelle: Thompson Datastream.

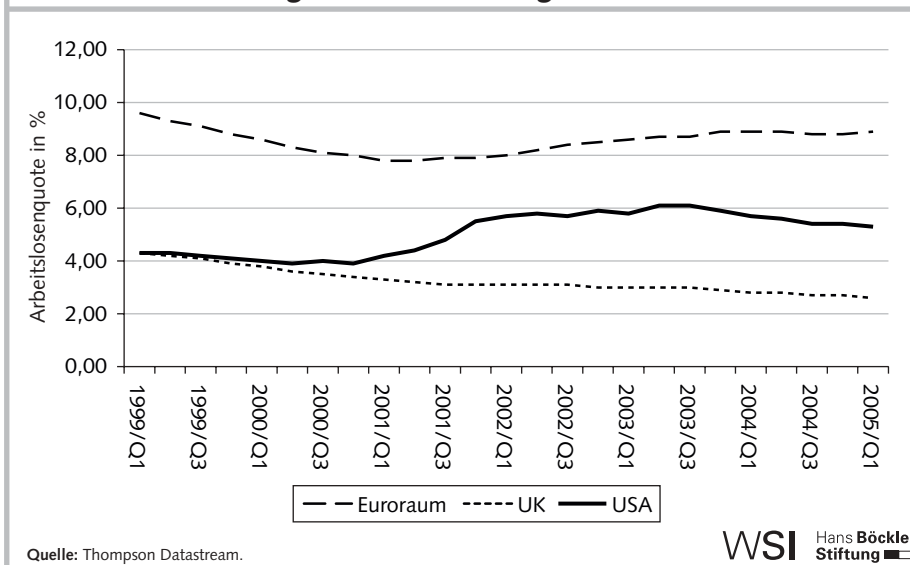
WSI Hans Böckler Stiftung

Erholung ausgegangen wird. Dieser Ablauf ist inzwischen bekannt. Ähnliche Prognosen, die in der Vergangenheit bis zum Jahr 2000 (Q2) erstellt worden waren, waren zunächst optimistisch, nur um später korrigiert zu werden, und dies in manchen Fällen wesentlich. Jüngere Äußerungen von EZB-Beamten lassen jedoch wieder mehr Offenheit vermuten (Trichet 2005). Ein ähnliches Muster wird im Fall der US-Wirtschaft und für Großbritannien deutlich. Es ist jedoch die US-Wachstumsrate, welche die Weltwirtschaft aus der konjunkturellen Verlangsamung herausführen könnte.

Wie *Abbildung 2* beweist, war die Inflation nie wirklich ein Problem, obwohl es zutrifft, dass sie sich seit 1999 nur selten innerhalb der gewünschten Grenzen, nämlich von 0 bis 2 % vor Mai 2003 und „un-

ter, aber nahe bei 2 %“ seit Mai 2003 entwickelte (Duisenberg 2003a; Issing 2003). Auch in den USA und in Großbritannien ist die Inflation vielleicht kein Problem, im Euroraum aber lag sie während des untersuchten Zeitraumes meist über der von der EZB festgelegten 2 %-Grenze. Die Inflationserwartungen sagen ebenso wie die Inflationsprognosen der EZB Ähnliches aus: Die Situation könnte sich ab 2006 verbessern, wenngleich die von der EZB „erwünschte“ Inflationsrate von 2 % möglicherweise nach wie vor überschritten wird. Bei einer Betrachtung des Zusammenhangs zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation ist die Situation nicht besser. Die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ist mit 8,9 % schon jetzt hoch (*Abbildung 3*) und wird laut Prognosen auf absehbare

**Abb. 3: Veränderungen der Arbeitslosigkeit - in % -**



Zeit hoch bleiben. Dies ist nicht nur in absoluten Zahlen hoch, sondern auch bezogen auf andere wichtige Ökonomien. Ein bloßer Vergleich der Arbeitslosenquote des Euroraums mit denen der USA und Großbritanniens (Abbildung 3) beeindruckt. Seit 1999 lagen die Arbeitslosenquoten systematisch und wesentlich über denen der USA und insbesondere Großbritanniens.

Die Aufgaben, die sich der Makropolitik in der EWU in Verbindung mit dem Euro stellen, ergeben sich durch den Umfang, in dem sie die soeben angesprochenen Probleme lösen kann. Sie ist eingebettet in die Geldpolitik der EZB und in den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP).<sup>2</sup> Kann sie ohne inflationären Druck Vollbeschäftigung schaffen? Es wird in den weiteren Ausführungen versucht, diese Frage zu beantworten. Dabei werden zunächst die wesentlichen Bestandteile der Wirtschaftspolitik des EWU-Systems kurz skizziert.

## 2.1 GELDPOLITIK

Die EZB ist die einzige wirksame föderale Wirtschaftsinstitution. Sie verfügt mit dem Leitzins über ein politisches Instrument zur Verfolgung ihres Hauptzieles, die Preisstabilität. Das bedeutet eine eindeutige Zielhierarchie für das Euro-Währungsgebiet, in der Preisstabilität das bei Weitem wichtigste Ziel der EZB-Geldpolitik bildet. Die Geldpolitik der EZB basiert auf einer „Zwei-Säulen-Strategie“. Die erste Säule, im Wesentlichen eine wirtschaftliche Analyse, ist eine Beurteilung der „kurz- bis mittelfristigen Bestimmungsfaktoren der

Preisentwicklung – mit Schwerpunkt auf realwirtschaftlicher Entwicklung und Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft“ (EZB 2004, S. 57). Die zweite Säule ist eine Verpflichtung zur Analyse der monetären Entwicklungen im Hinblick auf künftige mittel- und langfristige Preisentwicklungen. Sie konzentriert sich „auf einen längeren Horizont und nutzt den langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen“ (EZB 2004, S. 57). Dies ist ein quantitativer Referenzwert für das Geldmengenwachstum, wobei dabei für das M3-Wachstum ein Ziel von 4,5 % vorgegeben wurde. Da es sich um einen Referenzwert handelt, gibt es keine mechanistische Verpflichtung zur kurzfristigen Korrektur von Abweichungen. Die monetäre Analyse dient als Mittel zur „Überprüfung“ ob die kurzfristige Perspektive der wirtschaftlichen Analyse mit der längerfristigen Perspektive übereinstimmt, die aus der monetären Analyse selbst hervorgeht (Issing 2003).

Die EZB ist die bei Weitem „unabhängigste“ Zentralbank der Welt. Sie ist zugegebenermaßen sehr starr, insbesondere verglichen mit der Bank of England und der US Zentralbank (FED). In den letzten ungefähr vier Jahren hat die US-FED die Zinssätze zunächst aggressiv gesenkt und anschließend wesentlich erhöht; ähnlich, wenn auch weniger aggressiv, ging die Bank of England vor. Die EZB verhielt sich anders, denn sie stand einer Senkung der Zinssätze – selbst unter so eindeutigen Umständen, wie sie aktuell (Mitte 2005) vorliegen – sehr ablehnend gegenüber. Sie hat sich während der derzeitigen Verlangsa-

mung für eine Strategie des Abwartens („wait and see“) entschieden.<sup>3</sup> Die Zurückhaltung der EZB, die Zinssätze ebenso häufig zu senken wie in den USA oder Großbritannien, lässt sich mit der bereits erwähnten Zwei-Säulen-Strategie erklären. Der Fokus der ersten Säule liegt auf der Frage nach dem Einfluss der Wirtschaftstätigkeit auf die Inflation, während in der zweiten Säule der Schwerpunkt in Anbetracht der Auffassung, dass die Inflation ein monetäres Phänomen ist, auf dem Geldmengenwachstum liegt.

Hinsichtlich des geldpolitischen Handelns der EZB ist eine Betrachtung des Zeitraums seit Januar 1999 interessant. Dabei lassen sich drei Zeitabschnitte unterscheiden.

Der erste reicht von 1999 bis Mitte 2001. Nachdem der Zinssatz im April 1999 gesenkt wurde, stieg er bis Ende desselben Jahres wieder auf den alten Stand. Darauf folgte eine Zeit steigender Zinssätze, die im Oktober 2000 mit 4,75 % ihre Spitze erreichten und sich bis Mai 2001 auf diesem Niveau hielten. Diese Zeit war durch die Sorge um die Preisstabilität gekennzeichnet, die im Wesentlichen aus einem starken Wirtschaftswachstum, steigenden Importpreisen, einem sinkenden Euro-Wechselkurs und einer stark wachsenden Geldmenge (M3) entstand. Die Abbildungen 1 bis 3 verdeutlichen dies überzeugend: Bis etwa Mitte 2001 zeigt sich ein gesundes BIP-Wachstum (Abbildung 1); im selben Zeitraum war die Inflation steigend (Abbildung 2) und die Arbeitslosigkeit rückläufig (Abbildung 3).

Interessant ist auch ein kurzer Vergleich des Zeitraums von Mitte 2001 bis Mitte 2003, als der offizielle EZB-Satz gesenkt wurde, mit dem Zeitraum von Mitte 2003 bis Mitte 2005, in dem dieser Satz unverändert blieb. In beiden Zeiträumen zeigt sich ein schnelles Geldmengenwachstum. Im ersten Zeitraum wird es mit einer Umschichtung von den unsicheren Aktien-

<sup>2</sup> Für detailliertere Informationen zum institutionellen makroökonomischen Rahmen der EWU siehe z. B. EZB (1999; 2001; 2003, insbes. S. 52–55).

<sup>3</sup> In der Zeit von 1999 bis 2005 lag der durchschnittliche Zinssatz im Euro-Währungsgebiet bei 2,97, während der US-Zinssatz zur gleichen Zeit einen Durchschnittswert von 3,16 erreichte. Noch wichtiger ist die Tatsache, dass die Standardabweichung im Euro-Währungsgebiet bei 0,96 % lag und somit nicht einmal halb so hoch war wie in den USA, wo sie auf 2,02 % geschätzt wird (CEPS 2005).

märkten hin zu liquiden Mitteln erklärt (siehe die EZB-Monatsberichte für den entsprechenden Zeitraum); ein Inflationsrisiko wurde nicht befürchtet, da das Kreditwachstum nur langsam zunahm; in dieser Zeit senkte die EZB den Zinssatz. Das BIP-Wachstum war rückläufig (*Abbildung 1*), die Inflation lag stets über dem gewünschten Bereich von 0 bis 2 % (*Abbildung 2*) und bei der Arbeitslosigkeit setzte gegen Ende dieses Zeitraums ein Aufwärtstrend ein (*Abbildung 3*). Seit Mitte 2003 jedoch wird das schnelle Geldmengenwachstum mit der ebenso schnellen Kreditgewährung in Verbindung gebracht. Die Flaute in der realen Wirtschaft (*Abbildung 1*) war für die EZB kein überzeugendes Kriterium für eine Senkung der Zinssätze. Die Befürchtung ist vielmehr, dass die monetären Entwicklungen diesmal inflationär sein könnten, wenngleich *Abbildung 2* belegt, dass die Inflation in diesem Zeitraum nicht besonders stark war und zu keiner Zeit zu stark von der seitens der EZB gewünschten Inflationsrate von „unter, aber nahe bei 2 %“ abwich. Die Arbeitslosigkeit ist allerdings noch immer unakzeptabel hoch und steigt in beunruhigender Weise weiter an (*Abbildung 3*). In gewisser Weise befindet sich die EZB in einer Falle zwischen der wirtschaftlichen Analyse, die niedrigere Zinssätze empfiehlt, und der monetären Analyse, die höhere Zinssätze impliziert. Mit dem Zwei-Säulen-Ansatz werden unterschiedliche, widersprüchliche Signale gesendet. Die Glaubwürdigkeit dieser Strategie steht offenkundig auf dem Spiel (ähnliche Schlussfolgerungen bei: CEPS 2005, S. 29)

## 2.2 FINANZPOLITIK

Die nationale Finanzpolitik unterliegt den Anforderungen des SWP (keine Finanzpolitik auf EU-Ebene, Forderung nach einem ausgeglichenen Haushalt und Festsetzung der EU-Ausgaben auf 1,24 % des EU-BIP). Offiziell wird der SWP mit zwei Argumenten begründet. Zum Ersten heißt es, dass eine Vorschrift, die einen mittelfristig ausgeglichenen Haushalt vorsieht, den Spielraum für automatische Stabilisatoren sichert, ohne gegen die durch den SWP gesetzten Grenzen zu verstoßen. Zum Zweiten wird durch einen ausgeglichenen Haushalt die Zinsbelastung gesenkt und der öffentliche Gesamthaushalt verbessert, da so für die Schuldenquote explizit ein rückläufiger Trend festgelegt wird. Insgesamt

liegt dem SWP-Ansatz die Vorstellung von soliden Staatsfinanzen zu Grunde. Die Europäische Kommission (2000, S. 1) betont dies mit Nachdruck: „Die Erreichung und Aufrechterhaltung solider Positionen in den öffentlichen Finanzen ist eine wesentliche Voraussetzung für eine Steigerung von Produktion und Beschäftigung in Europa. Eine geringe Staatsverschuldung und geringe Defizite tragen zu niedrigen Zinssätzen bei, sie erleichtern den Währungsbehörden ihre Aufgabe der Inflationssteuerung und schaffen ein stabiles Umfeld, in dem Investitionen und Wachstum gefördert werden ... Der Maastrichter Vertrag erkennt eindeutig die Notwendigkeit einer verstärkten finanzpolitischen Disziplin in der EWU, um eine Überlastung der gemeinsamen Währungsinstitution zu vermeiden und Finanzkrisen zu verhindern, die sich negativ auf andere Länder auswirken würden. Darüber hinaus schließt der Wegfall des Wechselkursinstruments die Notwendigkeit ein, für die Finanzpolitik Raum zu schaffen, um negative Wirtschaftsschocks bewältigen zu können und den Konjunkturverlauf zu glätten. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist die konkrete Manifestation des gemeinsamen Bedarfs an finanzpolitischer Disziplin“.

Weiter wird angeführt, diese Ansichten entsprängen der Erfahrung, dass die Betonung sowohl auf finanzpolitischer Vorsicht als auch auf Stabilität im Gründungsvertrag der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) aus der festen Überzeugung herrührten, dass „die Verschlechterung der Staatsfinanzen eine wichtige Ursache für die schlechte wirtschaftliche Leistung vieler EU-Länder seit Anfang der 1970er Jahre war. In den folgenden Jahren wurde Europa die heilsame Lektion erteilt, dass wirtschaftlicher Wohlstand in einem unsicheren wirtschaftspolitischen Umfeld nicht aufrechterhalten werden kann. Häufig wurde die Geldpolitik durch eine ungeeignete Finanzpolitik überlastet, was hohe Zinssätze zur Folge hatte. Auf der Angebotsseite trugen großzügige Sozialsysteme in den EU-Ökonomien zu strukturellen Rigiditäten bei und verstärkten unangemessene Lohnforderungen. Als Nettoeffekt ergab sich eine negative Wirkung auf die Geschäftsaussichten und Investitionen und somit ein Beitrag zu einem verlangsamten Wachstum der tatsächlichen und möglichen Produktion. Infolgedessen stagnierte die Beschäftigung“ (Europäische Kommission 2000, S. 9).

Der SWP umfasst drei Kernelemente:

- (a) Verfolgung des mittelfristigen Zieles eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts;
- (b) Vorlage jährlich aktualisierter Stabilitäts- und Konvergenzprogramme durch die Mitgliedstaaten und
- (c) Überwachung der Umsetzung der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme.

Hauptmerkmal dieser Kernelemente ist die Forderung, dass das nationale Haushaltsdefizit 3 % des BIP nicht überschreiten darf; die Nichteinhaltung dieser Forderung kann zu einer Reihe von Sanktionen führen. Diese richten sich nach dem Umfang der Abweichung von den 3 %. Ferner müssen die nationalen Haushaltspolitiken „stabilitätsorientierte Geldpolitiken unterstützen. Das Festhalten an dem Ziel eines soliden, nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts wird es allen Mitgliedstaaten ermöglichen, die normalen Konjunkturschwankungen zu bewältigen und dabei das öffentliche Defizit im Rahmen des Referenzwerts von 3 % des BIP zu halten“. Darüber hinaus „verpflichten sich (die Mitgliedstaaten), das in ihren Stabilitäts- oder Konvergenzprogrammen festgelegte mittelfristige Haushaltsziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts einzuhalten und die haushaltspolitischen Korrekturmaßnahmen, die ihres Erachtens zur Erreichung der Ziele ihrer Stabilitäts- oder Konvergenzprogramme erforderlich sind, zu ergreifen, wenn es Anzeichen für eine tatsächliche oder erwartete erhebliche Abweichung von diesen Zielen gibt“ (Entschließung des Europäischen Rates zum Stabilitäts- und Wachstumspakt, Amsterdam, 17. Juni 1997).

## 2.3 FLEXIBLE ARBEITSMÄRKTE

Es wird angenommen, dass die Höhe der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU = Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) durch „flexible“ Arbeits-, Waren- und Kapitalmärkte günstig beeinflusst wird, von der Höhe der Gesamtnachfrage oder der Produktionskapazität aber unbeeinflusst bleibt. Der EZB-Präsident äußert sich zu dieser Behauptung sehr deutlich: „Letztlich wird das Wachstum über die Konjunkturverläufe die Bedingungen auf der Angebotsseite der Wirtschaft widerspiegeln. Daher ist es die mi-

ökonomische und nicht die makroökonomische Politik, die das Angebot an Arbeitskräften und Kapital und deren effiziente Verteilung sowie weitere Innovationen und die Verbreitung neuer Technologien fördern und infolgedessen Probleme wie die strukturelle Arbeitslosigkeit abmildern kann“ (Duisenberg 2003b, S. 2). Auch die Schubkraft des Europäischen Beschäftigungspaktes, der im Juni 1999 vom Europäischen Rat in Köln beschlossen wurde, basiert stark auf diesem theoretischen Konstrukt. Seit den späten 1970er Jahren erlebten die EWU-Länder eine Reihe bedeutender Schocks, die sich sowohl auf ihre Arbeits- als auch auf ihre Produktmärkte auswirkten. Viele führten die drastisch steigende Arbeitslosigkeit in den 1970er Jahren auf solche negativen Angebotschocks zurück. Bei Umkehr dieser Schocks in den 1980er und 1990er Jahren blieb die Arbeitslosigkeit jedoch weiterhin hoch und der politische Fokus der Wirtschaftsforschung erkannte die Inflexibilität der Arbeitsmärkte als Ursache (z. B. Layard et al. 1991; Nickell et al. 2005; OECD 1994; IWF 2003).

Hierzu gibt es jedoch zahlreiche Kontroversen. Eine Studie der OECD (1999), die sich auf den Zeitraum Ende der 1980er bis Ende der 1990er Jahre bezieht und sich auf neue und verbesserte Daten über die gesetzlichen Regelungen zur Beschäftigungssicherung in 27 OECD-Ländern stützt, bietet keine große Unterstützung für die „Flexibilitätsthese“. Die Studie legt dar, dass die Gesetzgebung zur Beschäftigungssicherung (ein Maß für die Arbeitsmarktflexibilität) geringen oder gar keinen Einfluss auf die Gesamtbeschäftigung hat. Die Studie von Baker et al. (2004) liefert empirische Belege für die Annahme, dass die Ergebnisse der allgemein bekannten Studien, die die These von der „Arbeitsmarktflexibilität“ unterstützen, insbesondere hinsichtlich der eingesetzten Variablen und des gewählten Zeitraums nicht aussagekräftig genug sind. Die Untersuchung erstreckt sich auf 20 OECD-Länder und 40 Jahre (1960–1999); sie bietet wenig bis gar keine Unterstützung für die These, die sich auf die Arbeitsmarktrigidität und im Allgemeinen auf die Arbeitsmarktinstitutionen konzentriert. Die von Baker et al. (2004) vorgelegten Belege unterstützen die Auffassung, dass nicht die „unflexiblen“ Arbeitsmärkte im Euroraum für die dortigen hohen Arbeitslosenquoten verantwortlich sind (Abbildung 3). Die Arbeitslosenquoten im Eu-

roraum können nicht mit der Stärke der Gewerkschaften, den strengen gesetzlichen Regelungen zur Beschäftigungssicherung, den Arbeitslosenleistungen, den Einkommensersatzraten oder den Arbeitsmarktde-regulierungen der 1990er Jahre erklärt werden.

Neben den bereits genannten hat sich eine weitere jüngere Entwicklung vollzogen, die darin besteht, dass man sich auch mit dem möglichen Einfluss von Zinssatzänderungen und Kapitalmangel auf die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) und die Löhne befasst (für eine repräsentative Studie siehe Arestis/Biefang-Frisancho Mariscal 2000). Die jüngeren theoretischen und empirischen Beiträge weisen darauf hin, dass der Kapitalstock eine wichtige Determinante der NAIRU ist (Arestis/Biefang-Frisancho Mariscal 2000), was die Bedeutung der Gesamtnachfrage für die Beseitigung von Arbeitslosigkeit begründet. Trotzdem wird im aktuellen OECD-Employment Outlook (2005) weiterhin behauptet, von allergrößter Bedeutung seien Arbeitsmarktreformen. Sogar noch hartnäckiger sind die EZB-Monatsberichte mit ihrem wiederholten Ruf nach derartigen Reformen (siehe aktuellere EZB-Monatsberichte) oder auch die Äußerungen der EZB-Präsidenten (als repräsentatives Beispiel: Trichet 2005).

## 3

### Gesamtnachfrage

Die bisherige Analyse weist eindeutig darauf hin, dass es in Verbindung mit der Rolle der Gesamtnachfrage zwei wichtige hervorzuhebende Aspekte gibt:

- die geringe Binnennachfrage; die drei aufgeführten *Abbildungen* veranschaulichen diesen Punkt sehr deutlich. Die Nachfrage im Euroraum war sehr enttäuschend – ein Euro, der auf ein Niveau steigt, das bewirkt, dass kaum Exportüberschüsse entstehen und das durch frühere Systeme erzielte Exportwachstum verhindert wird. Dagegen gibt es Hinweise darauf (diese werden im Folgenden noch näher erläutert), dass die zur Begrenzung der Nettoexporte (Exportüberschüsse) notwendige Höhe des Euro erheblich niedriger liegt als im vergangenen Jahr, weil das Haushaltsdefizit in der Eurozone gegenüber dem US-Defizit gestiegen ist. Zusätzlich hat das

Nein der französischen und niederländischen Wähler zur geplanten Europäischen Verfassung das Gespenst vom Kreditrisiko bei fehlendem „Safe Haven“, dem Schutz vor Währungsrisiken, an die Wand gemalt.

Der Euro bleibt jetzt stark genug, um Exportüberschüsse zu verhindern. Wir behaupten, dass in diesem Zusammenhang zwei Kräfte eine Rolle spielen. Durch das beschriebene geringere US-Haushaltsdefizit verringert sich der Wert des Euro und die Exporte aus dem Euro-Währungsgebiet steigen. Steigende Rohstoffpreise haben den gegenteiligen Effekt bei dem dennoch keine zusätzlichen Exportüberschüsse auftreten. Folglich wird nun erwartet, dass der niedrigere Euro die fehlenden neuen Exportüberschüsse ausgleicht. Obwohl der Export durch den niedrigeren Euro-Wechselkurs gefördert wird, werden sich die nominalen Exportüberschüsse wegen der höheren Preise für importierte Rohstoffe nicht erhöhen. Des Weiteren ist die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet angesichts eines US-Dollar-Haushaltsdefizits, das inzwischen geringer ist als das Haushaltsdefizit im Euroraum und weiter zurückgeht, nicht „straff genug“ für eine Währungsaufwertung, wohl aber straff genug, um den innerstaatlichen deflationären Kräften insbesondere auf den Arbeitsmärkten weiterhin Raum zu geben.

Seit der Einführung des Euro blieb die Wirtschaftsleistung im Euroraum hinter den Erwartungen zurück. Die Lücke zwischen Produktionspotenzial und tatsächlicher Produktion hat sich weiter vergrößert, die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor inakzeptabel hoch und die Kapazitätsauslastung inakzeptabel gering. Die EZB reagierte darauf mit niedrigen Zinssätzen, die inzwischen schon seit mehreren Jahren gelten. Jedoch ist die Zinssatzpolitik als Impuls für eine Steigerung der Produktion und die Reduzierung der hartnäckig hohen Arbeitslosenquote im Euroraum nicht stark genug. Die Exportüberschüsse der Eurozone gehen zurück, da der Euro offenbar zu einem Niveau tendiert, das gerade hoch genug ist, um die Zunahme der Exportüberschüsse zu dämpfen. Während von den Ökonomen die Abschwächung der Weltnachfrage für die unzureichenden Exporte verantwortlich gemacht wird, wird das grundlegendere Problem übersehen.

Zur Verdeutlichung dieser Behauptung ist ein kurzer Blick in die Geschichte sinnvoll. Vor der Währungsunion war die Fi-

nanzpolitik in Deutschland stets so straff, dass die Binnennachfrage zurückgedrängt wurde, während die Bundesbank ausreichend US-Dollar kaufte, um die Aufwertung der eigenen Währung hinauszuzögern und so die deutsche Exportindustrie zu unterstützen. Dadurch blieben die deutschen Exporte wettbewerbsfähig und die Beschäftigung im Inland blieb auf hohem Niveau. Obwohl diese Politik infrage gestellt werden kann – sie erhöhte nicht die Wohlfahrt der deutschen Verbraucher – waren das BIP angemessen hoch und die Arbeitslosenquoten relativ niedrig; sogar die Vorstellung von einer „starken Mark“ war politisch beliebt. Es ist Ironie, dass die EZB ein ganz anderes, seltsames Verhalten zeigt, wenn es um die Beeinflussung des Euro-Wechselkurses geht, obwohl sie doch zahlreiche wirtschaftspolitische Aspekte von der Bundesbank übernommen hat. Allerdings muss zugestanden werden, dass der Euroraum verglichen mit Deutschland eine geschlossenerere Volkswirtschaft ist, in der Exportüberschüsse weniger relevant für Wachstum und Beschäftigung sind.

Die vorliegende Analyse kommt zu dem offensichtlichen Schluss, dass von der Wirtschaftspolitik im Euro-Währungsgebiet wohl keine Ankurbelung der Binnennachfrage erwartet werden kann. Darüber hinaus wird sich die Weltwirtschaft in dem Maße abschwächen, in dem die USA Anzeichen eines wirtschaftlichen Rückgangs zeigen, und die Exporte aus dem Euroraum werden wahrscheinlich merklich zurückgehen. Daher rührt die Gefährdung einer nachhaltigen Wiederbelebung im Euro-Währungsgebiet aus der fehlenden wirtschaftspolitischen Förderung der Binnennachfrage.

## 4

### **Erfahrungen mit dem Euro**

#### **4.1 DIE BEDEUTUNG DES WECHSELKURSES**

Im Euroraum wird bewusst der restriktive finanzpolitische Kurs der Vergangenheit beibehalten, wie das geringe Niveau der Binnennachfrage belegt. Aber die Erholung des Exports bleibt gedämpft, weil der Euro scheinbar ein Niveau anstrebt, das gerade stark genug ist, um das Nettoexportwachstum zu dämpfen. Ohne die erforderlichen Devisenkäufe, die als Reaktion auf die Stär-

ke des Euro notwendig wären, entstehen durch die Höhe des Euro auf den Devisenmärkten zwangsläufig Hindernisse für den Export. Nachteilig für die Exportbranchen, gelten direkte Eingriffe der EZB in die Währungsmärkte heute als politisch unzulässig, da der Kauf von US-Dollar und der Aufbau von US-Dollar-Reserven als ein Hinweis gedeutet werden würde, dass der Euro durch die US-Dollar-Reserven „gestützt“ würde, statt als „Herausforderer“ des US-Dollars als der weltweiten „Reservewährung“ anerkannt zu werden. Man beachte auch die fehlende Erkenntnis, dass der Rest der Welt in der Lage sein muss, sich diese Währung zu beschaffen, wenn sie eine Reservewährung sein soll. Tatsächlich besteht die einzige Möglichkeit, in den Besitz der Währung zu gelangen und Nettofinanzanlagen in Euro zu tätigen, in Exportüberschüssen in die Eurozone. Diese Voraussetzung bedeutet, dass Nettoimporte von der Eurozone ermöglicht und sogar gefördert werden müssten, wenn der Rest der Welt den Euro als Reservewährung halten soll!

Durch die Entscheidung für das „exportorientierte“ deutsche Wirtschaftsmodell und dessen Anwendung ohne die Option einer direkten Devisenintervention wurde nicht nur eine starke, nachhaltige, exportorientierte Wiederbelebung im Euroraum verhindert, sondern es wurde sogar ein weiterer wirtschaftlicher Rückgang eingeleitet. Zwar hatte die Eurozone auf operativer Ebene die Möglichkeit zu expandieren, aber durch den selbst auferlegten Verzicht auf den Kauf von US-Dollar folgte stattdessen die derzeitige wirtschaftliche Schwäche.

Während die Binnennachfrage durch die straffe Finanzpolitik begrenzt wurde und das Exportwachstum, das einen Beitrag zur Stärkung des BIP-Wachstums hätte leisten können – allerdings aufgrund der relativen Geschlossenheit der EWU nur in einem geringen Ausmaß – durch eine ungebremst steigende Währung verhindert wurde, kamen später mehrere Faktoren zusammen, die zu der jetzigen Euroschwäche geführt haben.

#### **4.2 URSACHEN DER EUROSCHWÄCHE**

##### **KREDITRISIKO OHNE „SAFE HAVEN“**

Das Nein der französischen und niederländischen Wähler zur geplanten Europäischen Verfassung rückte das Kreditrisiko

der nationalen Staatsanleihen in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit. Dieser erste Faktor entstand durch die Diskussion, die während der „Nein-Voten“ bezüglich des mit nationalen Staatsanleihen verbundenen Kreditrisikos geführt wurde. Da die Staatspapiere plötzlich ebenso wie Bankeinlagen, die durch dieselben Regierungen abgesichert sind, mit einer möglichen Risikoprämie verbunden sind (erst kürzlich wurde Portugal von S&P, eine der wenigen international anerkannten Rating-Agenturen zur Beurteilung von Bonität, heruntergestuft), existiert der traditionelle Begriff des Safe Haven für den Euroinvestor nicht mehr. Die einzige Möglichkeit, das Kreditrisiko zu umgehen, ist der Verkauf des Euro zu Gunsten einer anderen Währung, die risikofreie „Safe Havens“ bietet, wie z. B. der US-Dollar mit auf Bundesebene abgesicherten Bankeinlagen und risikofreien Schatzpapieren. Daher hat diese „Flucht zur Qualität“ im Euro-Währungsgebiet zu einer Abwertung des Euro und einem Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise geführt. Hinzu kommt, dass die Aufwertung des US-Dollars eine Zunahme des US-Leistungsbilanzdefizits begünstigt und somit die weltweiten Ungleichgewichte zunehmen.

##### **STEIGENDE ENERGIEPREISE**

Der zweite Faktor ist der Druck auf die Handelsbilanz, der durch die hohen Preise von Energie für den heimischen Verbrauch entsteht. Die daraus resultierende Verschiebung des Handelsverhältnisses Import/Export bedeutet, dass die Exportüberschüsse nicht steigen, obwohl eine schwächere Währung zu höheren Bruttoexporten führen müsste. Dies ist insbesondere in Anbetracht der jüngsten erneuten Bewegungen bei den Energiepreisen und vor allem beim Öl für den Euroraum beunruhigend, da diese aufgrund des Ergebnisses der französischen und niederländischen Referenden zum EU-Vertrag in einem Klima der politischen Unsicherheit auftreten.

##### **ÄNDERUNG DES RELATIVEN FISKALKURSES**

Der dritte Faktor, der zur Schwächung des Euro beiträgt, ist die „automatische“ Lockerung des Fiskalkurses als Folge der antizyklischen Steuerstruktur und der schwachen Wirtschaft, die im vergangenen Jahr zu keinem Zeitpunkt durch eine

Devisenintervention zur Exportstärkung unterstützt wurde, als dies notwendig gewesen wäre. Gleichzeitig wurde, auch hier aufgrund von antizyklischen Steuerstrukturen, der Fiskalkurs in den USA wie auch in Japan angezogen, wodurch der Euro noch schwächer wurde. Folglich wird die Finanzpolitik trotz eines nach wie vor festen Fiskalkurses, bezogen auf die Bedingungen in der Eurozone, wegen der relativen Wirtschaftsschwäche in Bezug auf die USA immer lockerer.

## 5

### Zusammenfassung

Im vergangenen Jahr haben wir infolge einer reichlich straffen Finanzpolitik und des Versäumnisses der EZB, dem früher als erfolgreich geltenden deutschen Modell in vollem Umfang zu folgen und US-Dollar zu kaufen, im Euro-Währungsgebiet einen starken Euro und eine schwache Binnenachfrage erlebt. Dies führte zu einer Schwächung der heimischen Ökonomien und wegen der antizyklischen Steuerstrukturen zu steigenden Haushaltsdefiziten.

Gleichzeitig expandierte die US-Wirtschaft recht schnell durch den Einfluss vorangegangener finanzpolitischer Maßnahmen und eines antizyklisch wirkenden Steuersystems, die zu einem wieder sinkenden Haushaltsdefizit führten. Es überrascht nicht, dass der Euro im Januar 2005 begann, sich gegenüber dem US-Dollar langsam abzuschwächen und dieser Prozess auch noch nicht abgeschlossen ist. Interessanterweise hat der Euro zu dem Zeitpunkt, als dieser Beitrag verfasst wurde (Juli 2005), gegenüber dem Dollar den niedrigsten Stand seit 14 Monaten erreicht. Diese Wechselkursentwicklung wurde durch das Wiedererstarren der US-Wirtschaft gestützt, was zur Reduzierung des Haushaltsdefizits beigetragen hat. Dieser Euro-Rückgang veranlasste führende EZB-Quellen zu Äußerungen,<sup>4</sup> nach denen die Euro-Schwäche mit einem Zinsrückgang im Euroraum um 0,75 Prozentpunkte gleichgesetzt wurde. Dies wirkte sich natürlich nur auf die Handelsbilanz, nicht aber auf die Binnennachfrage aus, denn um Letztere maßgeblich zu beeinflussen, wäre eine geeignete, umfassende Koordinierung der Geld- und Finanzpolitik erforderlich.

Ein weiterer Faktor von gewisser Bedeutung ist die beginnende „Flucht zur Qualität“ und weg vom Euro, die im Mai 2005 mit dem französischen Nein-Votum einsetzte und sowohl zum Abwärtsdruck auf den Euro als auch zum Aufwärtsdruck auf die Rohstoffpreise beigetragen hat. Durch die aktuelle Situation ist ein risikoreiches Umfeld entstanden. Historisch führte die antizyklische Steuerpolitik zu Haushaltsdefiziten, die für eine Förderung der wirtschaftlichen Erholung und eine Fortsetzung der Konjunkturzyklen und daher der sinkenden Haushaltsdefizite ausreichten, was zu einer Verlangsamung und steigenden Defiziten führte usw. Diesmal jedoch gefährdet das neue Kreditrisikobewusstsein den „normalen“ Zyklus, denn steigende antizyklische Haushaltsdefizite können im gesamten Euro-Währungsgebiet eine Liquiditätskrise auslösen, noch bevor die Defizite groß genug sind, um eine wirtschaftliche Erholung zu fördern.

<sup>4</sup> Wie die Financial Times in der Ausgabe vom 7. Juli 2005 auf S. 44 unter der Überschrift „Greenback strikes 14-month high“ berichtet.

## LITERATUR

**Arestis, P./Biefang-Frisancho Mariscal, I.** (2000): Capital Stock, Unemployment and Wages in the UK and Germany, *Scottish Journal of Political Economy* 5, S. 487–503

**Baker, D./Glyn, A./Howell, D./Schmitt, D.** (2004): Labour Market Institutions and Unemployment: A Critical Assessment of the Cross-Country Evidence“, in: Howells, D. R. (ed.), *Fighting Unemployment: The Limits of Free Market Orthodoxy*, Oxford

**CEPS – Centre for European Policy Studies** (2005): EMU at Risk, 7<sup>th</sup> Annual Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, Brüssel

**Duisenberg, W. F.** (2003a): Introductory Statement, Questions and Answers, EZB-Presskonferenz, 5. Juni, Frankfurt am Main

**Duisenberg, W. F.** (2003b): Changing Fortunes: Financing World Growth, The 2003 Spruce Meadows Round Table, 5. September, Calgary

**Europäische Kommission** (2000): Public Finances in EMU, Brüssel

**EZB – Europäische Zentralbank** (1999): The Institutional Framework of the European System of Central Banks, Monatsbericht Juli, Frankfurt/Main, S. 55–63

**EZB – Europäische Zentralbank** (2001): Monatsbericht März, Frankfurt/Main

**EZB – Europäische Zentralbank** (2003): The Relationship between Monetary Policy and Fiscal Policies in the Euro Area, Monatsbericht Februar, Frankfurt/Main, S. 37–49

**EZB – Europäische Zentralbank** (2004): Die Währungspolitik der EZB, Frankfurt/Main

**Issing, O.** (2003): Evaluation of the ECB's Monetary Policy Strategy, EZB-Presskonferenz und Presseseminar, 8. Mai, Frankfurt/Main

**IWF- Internationaler Währungsfonds** (2003): Unemployment and Labour Market Institutions: Why Reforms Pay Off, *World Economic Outlook*, April, Washington D. C., S. 129–150

**Layard, R./Nickell, S./Jackman, R.** (1991): Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market, Oxford

**Nickell, S./Nunziata, I./Ochel, W.** (2005): Unemployment in the OECD Since the 1960s. What Do We Know?, *Economic Journal* 115, S. 1–27

**OECD** (1994), *The OECD Jobs Study*, Part 1, Paris

**OECD** (1999), *OECD Employment Outlook* Juni, Paris

**OECD** (2005), *OECD Employment Outlook* Juni, Paris

**Trichet, J.-C.** (2005): Introductory Statement, Questions and Answers, EZB-Presskonferenz, 2. Juni, Frankfurt/Main