

Matthes, Heinrich; Sardelis, Christopher

Article — Digitized Version

Nach der Rezession jetzt wieder die Eurosklerose?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Matthes, Heinrich; Sardelis, Christopher (1994) : Nach der Rezession jetzt wieder die Eurosklerose?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 74, Iss. 5, pp. 234-243

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/137123>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Heinrich Matthes, Christopher Sardelis*

Nach der Rezession jetzt wieder die Eurosklerose?

Die Vollendung des Binnenmarktes und die Entscheidung für die Wirtschafts- und Währungsunion waren von Optimismus für die europäische Zukunft geprägt. Die Krise des EWS und die tiefe Rezession in den EU-Mitgliedstaaten verfestigen aber mittlerweile einen zunehmenden Euroskeptizismus. Über welche Handlungsalternativen verfügt Europa? Lassen sich die für den Eintritt in eine Währungsunion vorgeschriebenen fiskalpolitischen Konvergenzziele erreichen?

Bereits tief in der zweiten Stufe des ehrgeizigen Projekts der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) engagiert, scheint Europa nunmehr in die gleiche mißliche Lage zu geraten wie zu Beginn der 80er Jahre, damals – ganz treffend – als Eurosklerose gekennzeichnet. In der Tat hatten die europäischen Volkswirtschaften seinerzeit große Schwierigkeiten, wieder aus der Phase niedrigen Wachstums herauszufinden, die den Verwerfungen der Ölshocks der 70er Jahre folgte. Im Unterschied zur Wirtschaft der USA, die – weniger ölschockbelastet – bald wieder in Schwung kam, erzielten nämlich die europäischen Volkswirtschaften bis zur Mitte der 80er Jahre nur geringe Wachstumsfortschritte. Dies legte zahlreiche Starrheiten auf der Angebotsseite offen, nicht zuletzt auch die Hysterese am Arbeitsmarkt. 1994 dürfte die anhaltend steigende Arbeitslosigkeit den letzten, 1985 erreichten Höchststand (10,8%) noch übertreffen. Europa scheint also wenig vorangekommen zu sein.

Mitte der 80er Jahre hatte sich die allgemeine Stimmungslage erheblich geändert: Das Programm zur Vollendung des Binnenmarktes bis 1993, das hochgesteckte Ziel der baldigen Errichtung einer Währungsunion und die anhaltende Hochkonjunktur sorgten in Europa für eine (über)optimistische Grundhaltung („Europhorie“). Die positiven Auswirkungen der Deregulierung der Finanzmärkte, der größeren Faktormobilität und einer künftigen Einheitswährung wurden rasch internalisiert. Damit

sah es so aus, als hätte Europa einen eigenen Weg entdeckt, seine problembeladenen Volkswirtschaften zu reaktivieren und aus seinen „sklerotisierten“ Märkten sogar noch mehr Wohlfahrt herauszuholen: Das Rezept war eine abermalige Vertiefung der Integration.

Freilich wurde dann im weiteren Verlauf der ersten Phase des WWU-Projekts immer deutlicher: Man hatte zu früh gejubelt. Rückblickend ist nunmehr klar: Zahlreiche Mitgliedstaaten gingen von der Illusion aus, man könne die positiven Effekte der gemeinsam gesteckten Ziele erreichen, ohne bei sich zu Hause den vollen Preis zu zahlen. Die Vorteile der stärkeren Integration wurden rasch diskontiert, und zwar viel stärker vor dem Hintergrund des politischen Zusammenhalts als vor dem der erforderlichen Konvergenz. Kein Wunder, daß man damit die Anpassungskosten systematisch unterschätzte! Das gleiche galt auch für die Rolle der Kapitalmärkte, die ja nicht zuletzt deshalb dereguliert worden waren, um die Marktdisziplin im Integrationsprozeß zu verstärken.

Wiederholte spekulative Attacken und der letztendliche Zusammenbruch des alten EWS als System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse zeigten recht gut, was alles noch fehlte, bevor ein gemeinsamer Binnenmarkt funktioniert. Die Kluft zwischen der politischen Zielsetzung einer einheitlichen Währung und der Auseinanderentwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten (für sie war die nach wie vor national geführte Wirtschaftspolitik verantwortlich) blieb unüberbrückt. Diese Kluft bot natürlich die Möglichkeit für potentielle Spekulationsgewinne, und so war es nur eine Frage der Zeit, bis dies von den Märkten realisiert wurde.

Gewisse, sich an der Schwelle zum Konjunkturabschwung öffnende Risse im politischen Zusammenhalt –

Dr. Heinrich Matthes, 60, ist stellvertretender Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen der EG-Kommission. Dr. Christopher Sardelis, 43, ist Volkswirtschaftlicher Berater der Sveriges Riksbank. Die Autoren vertreten in diesem Artikel Meinungen, die nicht unbedingt den von ihnen vertretenen Institutionen zugerechnet werden können.

* Die Autoren danken Douglas Todd, Ph.D., für stimulierende Diskussionen.

teilweise wurden sie an der dänischen und der französischen Volksabstimmung sichtbar – sowie die Folgen der deutschen Vereinigung wiesen den spekulativen Attacken die Richtung. So mußte der bestehende Wechselkursmechanismus schließlich aufgegeben werden. Im Gefolge dieser Krise und am Wendepunkt einer tiefen Rezession macht sich nun wieder Euroskeptizismus breit.

Stabilitätsaspekte der Integration

Die meisten europäischen Volkswirtschaften sind relativ klein und haben daher einen hohen Öffnungsgrad. Naturgemäß schafft die intensive Handelsverflechtung große Abhängigkeiten. Vertieft sich die Integration in verschiedenen Bereichen, so bietet dies – nach Überwindung der zwangsläufig zunächst anfallenden Anpassungskosten – Möglichkeiten für zusätzliche Nettowohlfahrtsgewinne. Anpassungskosten in der Gegenwart und erwartete Gewinne in der Zukunft zeigen die intertemporale Dimension des Integrationsprozesses.

Liberalisierung und Marktintegration sind offensichtlich zunächst leicht zu erreichen. Schwierig ist es zuweilen, den Widerstand von Interessengruppen zu überwinden, haben diese doch zumindest die Macht, den Prozeß hinauszuzögern. Sind aber wichtige Entscheidungen einmal getroffen, so erwachsen aus der Integration von Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten zwangsläufig dauerhafte Vorteile für jedermann. Dieser Integrationsaspekt impliziert also eine positive Wirkungsspirale, und zwar ohne politische Kosten zu irgendeinem Zeitpunkt. Dies macht den Prozeß sehr stabil; schon bald läßt er sich nicht mehr in Frage stellen.

Ganz anders der ungleich komplexere Vorgang der monetären Integration: Länder mit unterschiedlichen Traditionen, Präferenzen und Wirtschaftsstrukturen wollen eine Währungsunion errichten, fordert doch ein einheitlicher Markt letztendlich auch eine einheitliche Währung. Zwar bietet dieser Integrationsprozeß auf lange Sicht die von der EG-Kommission¹ ausführlich belegten Wohlfahrtsgewinne; doch ist er inhärent instabil. Unter dem Einfluß veränderter wirtschaftlicher Bedingungen ändern sich nämlich unter Umständen die politischen Anreize für ein weiteres Voranschreiten². Das für die Stabilität der WWU unabdingbare Konvergenzverfahren setzt voraus, daß die Regierungen der Mitgliedstaaten keine Maßnahmen mehr ergreifen, die mit bestimmten Kriterien nicht mehr in Einklang stehen. Während der gesamten Übergangsphase ergeben sich also politische Kosten; ihre Höhe hängt davon ab, in welchem Maße die selbstauferlegten wirtschaftspolitischen Begrenzungen den gegebenen Traditionen und Präferenzen der nationalen Wählerschaften widersprechen. Freilich sind diese politischen

Kosten auch konjunkturabhängig und daher zeitlich variabel. Bei günstiger Konjunkturlage wird – anders als in der derzeitigen Flaute – weniger nach budgetbelastenden inländischen Maßnahmen verlangt. Je nach den Umständen und unterschiedlichen Bedürfnissen des politischen Prozesses mag dies auch ein zeitliches Inkonsistenzproblem schaffen. Da die Anpassungskosten bei einer Glaubwürdigkeitskrise sogar steigen können, wird somit die monetäre Integration (anders als die Marktintegration) potentiell instabil.

Dies läßt sich an der jüngsten Geschichte des seit 1979 in Europa installierten Wechselkursmechanismus (einer schwachen und unvollständigen Form der Währungsunion) deutlich zeigen. Wirkte das System auch in Richtung auf eine Konvergenz der Preisniveauentwicklung, so konnte es doch – wegen der weiterhin unterschiedlichen Wirtschaftspolitik der einzelnen Mitgliedstaaten – auf die Dauer ein Inflationsgefälle nicht verhindern, mochten auch die Unterschiede von Land zu Land mit dem fortschreitenden Reifegrad des Systems immer geringer werden. Bei zunehmendem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit verlor das System dann auch seinen Kredit. In einer neueren Arbeit untersucht de Grauwe³ den Einfluß der Arbeitslosigkeit auf diese systemische Glaubwürdigkeit und stellt fest, „Konjunkturbewegungen und die sich daraus ergebenden Konflikte zwischen den EWS-Ländern über die angemessene Geldpolitik (sind) von Bedeutung für die Erklärung der Entwicklung der Glaubwürdigkeit des EWS und schließlich seines Zusammenbrechens“.

Leider erwies sich jedoch der Wechselkursmechanismus – das temporär wichtigste Vehikel für den Übergang zur letzten Phase der WWU – als nicht rezessionsresistent. Aus der Krise des EWS ist vor allem folgende Lehre zu ziehen: Das neue Umfeld globaler, liberalisierter Kapitalmärkte läßt keinen Raum mehr für inkonsistente Maßnahmen, Kurzfristdenken und überehrgeizige Pläne. Damit tritt klar zutage: Die Schlüsselmechanismen des monetären Integrationsprozesses sind weniger robust (bzw. noch erheblich fragiler), als man dies zunächst angenommen hatte. Unter den heutigen Bedingungen werden zwei Schlüsselvariablen, nämlich Zinsen und Wechselkurse, weitgehend von den Märkten kontrolliert.

¹ Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Ein Markt, eine Währung – Potentielle Nutzen und Kosten der Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion – Eine Bewertung, Europäische Wirtschaft Nr. 44, Brüssel 1990.

² Vgl. hierzu auch H. Matthes, A. Italianer: Ist die Gemeinschaft ein optimaler Währungsraum?, in: M. Weber (Hrsg.): Europa auf dem Weg zur Währungsunion, Wissenschaftliche Buchgesellschaft, Darmstadt 1991.

³ P. de Grauwe: Towards Monetary Union without the EMS, paper prepared for the 18th Economic Policy Panel Meeting at the National Bank of Belgium, Brüssel 1993.

Sowohl für die wirtschaftliche Erholung als auch für den weiteren Integrationsprozeß sind jedoch diese beiden Variablen von zentraler Bedeutung. Da ihre Entwicklung von den Markterwartungen abhängt, ist die Wirtschaftspolitik auf Beständigkeit auszulegen. Wenn politische Zielvorgaben überhaupt von Wert sind, dann verleiht die für das gesteckte Konvergenzziel erforderliche Disziplin gewiß einen Glaubwürdigkeitsbonus. Der WWU-Prozeß muß daher unabhängig von den Problemen des Konjunkturaufschwungs weiterverfolgt werden. Würde sich ein Land jetzt noch aus dem WWU-Prozeß ausklinken wollen, so könnte ihm dies auch konjunkturell nur schaden. Bequeme Sonderwege aus der Rezession gibt es also nicht, und die Stabilisierungsmaßnahmen müssen den Konvergenzzwängen gerecht werden.

Die ersten fünf Jahre der WWU

Der erste Entwurf für das WWU-Projekt findet sich im Delors-Bericht (1989). Auf der Grundlage dieser Blaupause legte der Europäische Rat in Madrid im Juni 1989 den Beginn der ersten Stufe der WWU auf den Juli 1990 fest. Der Maastrichter Vertrag von Dezember 1991 enthielt dann einen Zeitplan für die nächsten Phasen: Dementsprechend läuft seit Januar 1994 die zweite Stufe, während der Beginn für die dritte und letzte Phase nicht genau festgelegt ist. Er erfolgt entweder 1997 oder 1999, je nachdem wie viele Mitgliedstaaten die festgelegten Konvergenzkriterien erfüllen.

Diese Kriterien betreffen die Preis- und Wechselkursstabilität sowie die Konvergenz bei der Entwicklung von Zinsen und Haushaltsdefiziten. Preisstabilität und Zinsniveauekonvergenz sind relativ definiert. So gilt das Preisstabilitätskriterium als erfüllt, wenn die jährliche Inflationsrate um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der drei preisstabilsten Länder liegt. Ähnlich gilt die Zinsentwicklung als konvergent, wenn der nomi-

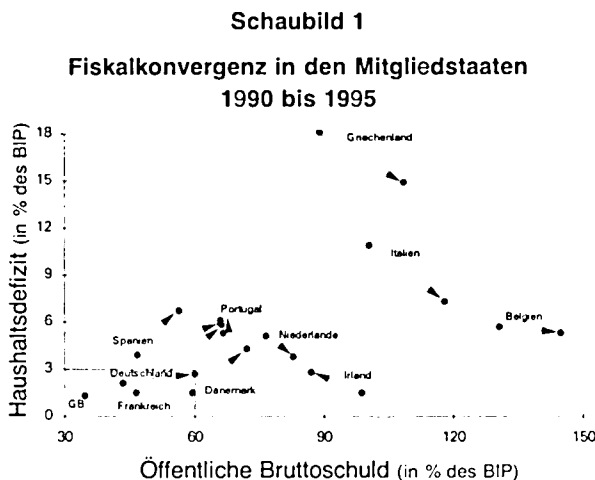
nale langfristige Zinssatz das durchschnittliche Zinsniveau der drei preisstabilsten Länder um nicht mehr als 2 Prozentpunkte übertrifft. Das Kriterium der Wechselkursstabilität wird von allen Währungen erfüllt, die in den letzten zwei Jahren vor der abschließenden Prüfung die „normale Schwankungsbreite“ im Wechselkursmechanismus nicht verlassen haben. Die für den Eintritt in die dritte Stufe erforderliche Fiskalkonvergenz schließlich gilt als gegeben, wenn das öffentliche Defizit weniger als 3% des BIP und der öffentliche Schuldenstand weniger als 60% des BIP betragen.

Die beiden genannten Schwellen – 3% und 60% des BIP – sind pragmatisch gebildete Referenzwerte. In bezug auf den relativen Schuldenstand ist es ausreichend, wenn das Verhältnis öffentlicher Schuldenstand/BIP „hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert“ (Artikel 104 c EG-Vertrag). Vor dem Hintergrund dieser Bestimmung befindet letztendlich der Rat in einer Gesamtwürdigung, ob ein übermäßiges Haushaltsdefizit besteht oder nicht. Über die Beweggründe und die innere Logik der Konvergenzkriterien siehe die Ausführungen bei Kenen⁴, Matthes⁵ und Gros/Thygesen⁶.

Vor diesem Hintergrund lassen sich einige bewertende Feststellungen über die Richtung der Konvergenzentwicklung treffen. Die Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung waren erfolgreich, sowohl absolut als auch relativ. Der durchschnittliche Preisauftrieb ging in der Gemeinschaft von rund 12% zu Anfang der 80er Jahre auf 3,7% im Jahre 1993 zurück, und die Differenz zwischen dem EG-Durchschnitt und dem Inflationsmittelwert der drei preisstabilsten Länder sank auf rund 2 Prozentpunkte. Der Preisauftrieb dürfte in Zukunft sogar noch weiter nachlassen.

Bei der Fiskalkonvergenz wirkte die Rezession leider eindeutig in die umgekehrte Richtung. Fast alle Länder entfernen sich hier in hohem Tempo von den Referenzwerten des Vertrages (vgl. Schaubild 1).

Zum Kriterium der Wechselkurskonvergenz sind definitive Aussagen schwierig zu treffen. Die Erweiterung der Interventionspunkte auf +/-15% der alten Leitkurse führte bei den im Kursverbund verbleibenden Ländern zu keinerlei selbständiger geldpolitischer Lockerung. Die EWS-Reform hat eher vorbeugende Funktion; sie wirkt



Quelle: OECD: Economic Outlook Nr. 54.

⁴ P. Kenen: EMU after Maastricht, Group of Thirty, Washington, D.C., Occasional Paper Nr. 36, 1991.

⁵ H. Matthes: Adäquate Regeln für die Fiskalpolitik der EG-Länder?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 8, S. 409-414.

⁶ D. Gros, N. Thygesen: European Monetary Integration – From the European Monetary System to European Monetary Union, Longman, London 1992.

wie ein Damokles-Schwert gegen die unter den Bedingungen volliberalisierter Kapitalmärkte enorm gestiegenen Gefahren der potentiellen, kurzfristigen Spekulation⁷. Ob die gegenwärtigen Bandbreiten als „normal“ im Sinne des Maastrichter Vertrages zu gelten haben oder nicht, ist gegenwärtig noch unklar. Festzuhalten bleibt aber: Die meisten Länder haben die von der Suspendierung des Systems gebotenen Möglichkeiten nicht dazu genutzt, ihre Geldpolitik selbständig zu lockern und damit entsprechende Wechselkursfolgen nicht in Kauf genommen. Vielmehr verfolgten diese Länder eine Geldpolitik, die sie praktisch wieder in das enge Band zurückbrachte. Was schließlich die langfristigen Zinssätze angeht, so können diese als essentiell zukunftsgerichtete Indikatoren nicht ohne eine gründlichere Betrachtung der Aussichten für eine Konsolidierung der Finanzlage beurteilt werden; dies soll im folgenden geschehen.

Als die europäischen Volkswirtschaften zu Beginn der 90er Jahre in eine rezessive Phase eintraten, standen sie vor der Aufgabe, ihre Staatshaushalte unter sehr widrigen Bedingungen zu konsolidieren. In der Rezession verlangte die gebotene strengere Finanzpolitik eigentlich nach einer geldpolitischen Lockerung. Die Finanzierung der deutschen Vereinigung verursachte jedoch einen Zinsschock, der sich (da er im Ankerland stattfand) dem ganzen Gemeinschaftsgebiet mitteilte, was ihn in seiner Wirkung vielfach verstärkte. Erneut wurden vom Markt teilweise wieder erhebliche Risikoaufschläge verordnet.

Dies trug dazu bei, den Wechselkursmechanismus zu de-routieren. Diese Straffung der Geldpolitik besserte naturgemäß die finanzpolitische Situation nicht. Im Gegenteil verstärkten sich die Wirkungen der automatischen Stabilisatoren, was die Kosten der öffentlichen Kreditaufnahme erhöhte.

Die Zahlen in Tabelle 1 verdeutlichen die mißliche Situation; zunächst zu den statischen Aspekten: Die Spalte 3 in Tabelle 1, der sogenannte strukturelle Saldo, vermittelt eine Vorstellung, wie das laufende Haushaltsdefizit ausgesehen hätte, wäre das BIP seinem Trendwachstum gefolgt. Auch ohne die automatisch negativen Einflüsse der Rezession hätten danach alle Länder (außer Dänemark) ein über der Norm des Maastrichter Vertrages liegendes Defizit. Aus der Änderung des strukturellen Saldos gegenüber dem Vorjahr läßt sich der 1993 verfolgte finanzpolitische Kurs bestimmen. Stieg das strukturelle Defizit, so wirkte die Finanzpolitik expansiv, sank das strukturelle Defizit, so wirkte sie kontraktiv. Vielfach waren, wie Spalte 3 zeigt, die Veränderungen gegenüber 1992 relativ gering. Insofern ließ sich die schwache Finanzlage nicht aus 1993 erfolgenden, diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen herleiten. Einige Länder verfolgten 1993 sogar eine kontraktive Finanzpolitik. Insgesamt vermitteln diese Zahlen den Eindruck, daß sich die Höhe der gegebenen Defizite nicht hinreichend aus dem Konjunkturabschwung oder der Ausrichtung der finanzpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen erklären läßt: Somit handelt es sich hier im wesentlichen um ein strukturelles Problem. Auch ohne Maastricht müßten diese strukturellen Defizite konsolidiert werden.

⁷ H. Matthes: Damokles-Shadowing – Eine Innovation in der zweiten Phase der WWU, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 74. Jg. (1994), H. 3., S. 143-145.

Tabelle 1
Fiskalpolitische Profile in den Mitgliedstaaten 1993
(in % des BIP)

Land	Öffentliche Bruttoschuld	Budgetsaldo (VGR) des Gesamtstaates	Struktureller Haushaltssaldo (konjunkturbereinigt) ^a	Basissaldo	Anstieg des Abhängigkeits- quotienten in den 90er Jahren ^b
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Belgien	141,6	-7,0	-6,2 (-8,0)	+3,0	+2,1
Dänemark	66,2	-4,3	-1,1 (-0,6)	-1,3	-0,9
Frankreich	57,1	-6,0	-3,2 (-2,8)	-2,8	+2,2
Deutschland	46,2	-4,0	-3,7 (-4,5)	-1,0	+5,1
Griechenland	98,4	-14,8	-14,5 (-11,4)	-1,3	+1,4
Großbritannien	47,3	-8,2	-5,0 (-3,5)	-5,6	+0,6
Irland	92,1	-3,2	-4,1 (-4,1)	+2,6	-9,4
Italien	114,0	-9,7	-7,6 (-8,6)	+1,2	+4,0
Niederlande	80,6	-4,1	-4,2 (-4,9)	+0,7	+0,9
Portugal	67,6	-8,2	-4,5 (-2,5)	-0,5	-1,1
Spanien	57,4	-7,2	-5,9 (-5,3)	-2,5	+0,6

^a In Klammern im Jahre 1992. ^b Hier definiert als Verhältnis zwischen der Bevölkerung unter 14 und über 65 Jahren und der Zahl der Erwerbstätigen; Angaben nach J. de Haan, C. Sterks, F. de Kam: The Assessment of Budget Flexibility in European Union Member States, Groningen University, Niederlande 1993.

Quelle: OECD: Economic Outlook Nr. 54.

Spalte 4 von Tabelle 1 zeigt den Basissaldo (Haushaltsdefizit abzüglich Zinszahlungen; auch Primärsaldo genannt). Dies ist ein wichtiger Indikator, zeigt er doch, inwieweit ein Land in der Lage ist, den Staatshaushalt unter Ausklammerung der gegebenen Schuldendienstbelastung auszugleichen. Naturgemäß bleibt dieser Saldo von einer (zinssteigernden) Politik des knappen Geldes unbeeinflusst. Bei einigen Ausnahmen – dies zeigt der Primärsaldo – sind die europäischen Länder derzeit nicht in der Lage, ihre laufenden Ausgaben (ohne Schuldendienst) allein aus den Einnahmen zu decken.

Dynamisch gesehen unterstreichen die Berechnungen der Tabelle 2 die Dimensionen des mittelfristigen Problems. In Spalte 3 wird veranschlagt, um welchen Prozentsatz die Schuldenquote jährlich abnehmen muß, soll sie 1998 60% nicht übersteigen (wobei in den Berechnungen die entsprechenden Bemühungen schon 1994 einsetzen). In den meisten Ländern wäre eine solche Aufgabe kaum zu bewältigen, läßt doch die Rezession die Verschuldung gegenwärtig sogar noch weiter ansteigen. Somit erfordert der Übergang zur dritten Stufe politische Urteile nach dem eingangs beschriebenen Verfahren (Artikel 104 c EG-Vertrag).

Ausgehend von der bekannten Schuldendynamik-Formel⁸ geben die restlichen Spalten von Tabelle 2 einige Hinweise darauf, was im Verlaufe der zweiten Stufe geschehen könnte. Ohne weitere diskretionäre Maßnahmen

entwickelt sich die Schuldenquote im Zeitablauf nach Gleichung (1),

$$(1) \frac{db}{dt} = -s + (r-g)b - (r + \pi)h$$

(wobei b die Schuldenquote ist, s der Basisüberschuß als Anteil am BIP, r der Realzins, g die Wachstumsrate des realen BIP, π die Inflationsrate und h der Quotient aus Geldbasis und realem BIP). Folglich sind $(r-g)b$ die realen Kosten der öffentlichen Verschuldung, $-rh$ der Münzgewinn und $-\pi h$ die Inflationssteuer.

Eliminiert man den monetären Aspekt der Verschuldung in Gleichung (1) so kann man weiter vereinfachen. Dies ist insofern sinnvoll, als den Mitgliedstaaten durch den EG-Vertrag und die im Januar 1994 in Kraft getretenen ergänzenden Vorschriften die Möglichkeit genommen wurde, ihr Finanzierungsdefizit auch nur teilweise direkt zu monetisieren. Dementsprechend entfällt die Geldbasis als Instrumentvariable zur Manipulierung des Schuldendienstes. Da zudem bei der von Maastricht geforderten praktischen Geldwertstabilität der monetisierte Anteil der bestehenden Schuld ebenfalls praktisch vernachlässigt werden kann, verbleibt dem Staate als einzige von ihm noch direkt zu steuernde Variable der Basissaldo s . Damit läßt sich Gleichung (1) wie folgt vereinfachen:

$$(2) \frac{db}{dt} = -s + (r-g)b$$

Bei den Berechnungen der in Tabelle 2 wiedergegebenen Ergebnisse wurde von obiger Gleichung (2) ausgegangen. Festzuhalten bleibt, daß die Schuldenquote steigt ($db/dt > 0$), wenn der Basisüberschuß nicht groß

⁸ M. Haliassos, J. Tobin: The Macroeconomics of Government Finance, in: B. M. Friedman, F. H. Hahn (Hrsg.): Handbook of Monetary Economics, Vol. II, North Holland 1990.

Tabelle 2

Voraussetzungen für eine auf Dauer tragbare Fiskalsituation und für die Konvergenz 1994 bis 1998

(in % des BIP)

Land	Grundvoraussetzung für eine tragbare Fiskallage ($db/dt = 0$)		Voraussetzungen für eine Senkung der Schuldenquote auf 60% des BIP bis 1998		
	Erforderlicher Basisüberschuß		Erforderlicher jährlicher Abbau der Schuldenquote 1994 bis 1998	Erforderlicher Basisüberschuß	
	$r = 4,5\%$ $g = 1\%$	$r = 5\%$ $g = 3\%$		$r = 4,5\%$ $g = 1\%$	$r = 5\%$ $g = 3\%$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Belgien	4,9	2,8	16,0	20,9	18,8
Dänemark	2,3	1,3	2,0	4,3	3,3
Frankreich	2,0	1,6	-	-	-
Deutschland	1,6	0,9	-	-	-
Griechenland	3,4	1,9	9,3	12,7	11,2
Großbritannien	1,7	0,9	-	-	-
Irland	3,2	1,8	8,0	11,2	9,8
Italien	4,0	2,3	12,0	16,0	14,3
Niederlande	2,8	1,6	6,0	8,8	7,6
Portugal	2,4	1,4	2,1	4,5	3,5
Spanien	2,0	1,2	-	-	-

Quelle: Berechnungen aufgrund von Daten aus OECD: Economic Outlook Nr. 54.

genug ist, um die realen Kosten der laufenden Verschuldung zu decken.

Zunächst wurde der zur Stabilisierung der Schuldenquote erforderliche Basisüberschuß berechnet, eine wichtige Voraussetzung für die auf Dauer tragbare Finanzlage (sustainability condition). Für einen solchen stabilen Zustand ($db/dt = 0$), ist der erforderliche Basisüberschuß den realen Kosten des Schuldenstands gleichzusetzen ($s = (r-g)b$). Die entsprechenden Werte finden sich in den Spalten 1 und 2 von Tabelle 2, wobei unterschiedliche Annahmen über Zinsniveau (r) und reales Wachstum (g) getroffen wurden. Die Annahmen in Spalte 1 entsprechen weitgehend der gegenwärtigen Situation, während in Spalte 2 von eher normalen Verhältnissen ausgegangen wird. Aufschlußreich ist der Vergleich zwischen den Zahlen in Spalte 1 von Tabelle 2 mit denen in Spalte 4 in Tabelle 1. Hier fällt ins Auge, daß derzeit die Bedingungen für eine auf Dauer tragbare Finanzlage absolut nicht gegeben sind, erreicht doch der Basisaldo bei weitem nicht das für die Schuldenquotenstabilisierung erforderliche Niveau, und zwar auch in jenen Ländern mit derzeitigem Basisüberschuß. Daher steigt gegenwärtig die Schuldenquote in praktisch allen Ländern, vor allem aber in Großbritannien, Griechenland, Frankreich und Spanien.

Als nächstes wurde, unter Verwendung der gleichen Annahmen, berechnet, welcher Basisaldo erforderlich ist, um die Schuldenquote bis 1998 auf den Maastricht-Referenzwert von 60% herabzudrücken. Die entsprechenden Zahlen finden sich in den Spalten 4 und 5 von Tabelle 2. Sie sind so spektakulär, als daß es einigen Ländern innerhalb des hier in Auge gefaßten kurzen Zeitraums möglich sein könnte, das 60%-Ziel für die Schuldenquote zu erreichen (es sei denn über eine erhebliche „Inflationssteuer“; doch bedeutete dies, den Teufel mit dem Belzebug auszutreiben).

Spalte 5 in Tabelle 1 schließlich soll eine Vorstellung davon vermitteln, wie sich demographische Schocks im Vorfeld der WWU auswirken. Eine Zunahme des Abhängigkeitsquotienten geht normalerweise mit einer stärkeren Nachfrage nach bestimmten öffentlichen Dienstleistungen einher (z.B. im Bildungs- und Gesundheitswesen), wobei die Steuerbemessungsgrundlage relativ schrumpft. Der in einigen Ländern zu erwartende Anstieg der Abhängigkeitsquote (insbesondere Belgien und Italien) bringt also in einer bereits schwierigen Situation noch eine zusätzliche Belastung. Aber auch die zur Zeit noch vergleichsweise günstige Haushaltslage in Ländern wie Frankreich und (vor allem) Deutschland erscheint im Lichte möglicher negativer Auswirkungen der „demographischen Drift“ auf die öffentlichen Finanzen als weniger positiv.

Verknüpft man die in den Tabellen 1 und 2 enthaltenen Aussagen mit Schaubild 1, so kommt man zu folgendem Ergebnis: Für Länder, die an der Währungsunion teilnehmen wollen, besteht keinerlei expansiver fiskalpolitischer Spielraum. Ganz im Gegenteil führen die „Sünden“ der Vergangenheit in einigen Mitgliedstaaten zu einer Lage, die sich nur schwierig bewältigen läßt: Mittelfristig muß die Konsolidierung der Finanzlage für die meisten Länder der Europäischen Union von hoher Priorität bleiben.

Das Dilemma der Wirtschaftspolitik

In den bisherigen Ausführungen wurde ein wichtiger Aspekt des wirtschaftspolitischen Dilemmas beleuchtet, wie er im Laufe der gegenwärtigen Rezession in Europa eine zentrale Bedeutung erlangte. Stabilisierungsmaßnahmen sind notwendig, und gleichzeitig besteht in verschiedenen Bereichen Strukturanpassungsbedarf, und zwar nicht allein auf dem Arbeitsmarkt. Wo aber in einer Situation mit hoher und weiter steigender Arbeitslosigkeit vorrangig angesetzt werden soll, ist schwierig zu beantworten.

1993 sank die Kapazitätsauslastung auf das Niveau der Talsohle von 1982/83; die effektive Nachfrage war also äußerst schwach. Sichtbar wird auch die strukturelle Unfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften, in der Hochkonjunktur von Mitte bis Ende der 80er Jahre die Arbeitslosigkeit erheblich abzubauen. So sehr die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit auch ein zentrales Anliegen der Wirtschaftspolitik war, so wurde damit doch deutlich: Mittel- bis langfristig ließ sich die Arbeitslosigkeit nicht allein durch fiskalpolitische oder andere Stimuli senken. Somit sind gleichzeitige Bemühungen unerlässlich, um die angebotsseitige Leistungsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften zu verbessern.

Die den europäischen Arbeitsmarkt kennzeichnende Hysterese wurde in der Literatur eingehend untersucht; daher verfügen wir heute über zahlreiche plausible, nichtsdestoweniger aber einseitig bleibende Erklärungen dieses Phänomens. Es gibt also keine einfache Lösung⁹.

Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, kurz die angebots- und nachfrageseitigen Auswirkungen zu erwähnen, die das Binnenmarktprogramm und in diesem Rahmen insbesondere die Deregulierung der Finanzmärkte in den 80er Jahren hatten. Die Deregulierung der Finanzmärkte und die Integration der Kapitalmärkte hatten im wesentlichen folgende Konsequenzen: Die Abschaffung von Kontingentierungen führte in einigen Fällen zu einer raschen privaten Kreditexpansion, die wie-

⁹ Zu einem Überblick siehe H. Matthes, D. Todd: Unemployment in Europe, Festschriftbeitrag (im Erscheinen).

derum zur Hauptursache für die Inflation der Vermögenswerte (asset price inflation) in den 80er Jahren wurde. In einigen Ländern nahm dies extreme Ausmaße an, da die Finanzderegulierung nicht auf andere, die Kreditkosten beeinflussende Faktoren abgestimmt war, wie insbesondere Steuern und Inflationserwartungen¹⁰. Dies machte den Boom zum längsten der Nachkriegszeit. Hierdurch wurde aber indirekt der Bedarf an angebotsseitigen Reformen verschleiert; sie wären bitter notwendig gewesen, um das Arbeitslosigkeitsproblem anzupacken. Wie stets in solchen Fällen gaben die Märkte keine frühzeitigen Warnungen vor einer in sich nicht stimmigen Politik; als die Märkte dann aber schließlich reagierten, vervielfachten sich die Anpassungskosten (wie dies auch in der EWS-Krise deutlich wurde). Dies trug zur Vertiefung der gegenwärtigen Rezession bei, woraus sich wohl Lehren ziehen lassen über die Gefahren inkonsistenter Reforminitiativen. Insgesamt gesehen war also der Nachfrageeffekt der angebotsseitigen Deregulierung destabilisierend. Das Umfeld, in dem künftige europäische Strategien formuliert werden, umfaßt also neuerdings einen wirkungsvollen, auf Marktdisziplin hinwirkenden Mechanismus.

Lediglich auf die nachfrageseitigen Probleme der gegenwärtigen Rezession abzustellen, wäre eine defätistische Strategie. Das „Wunder der 80er Jahre“ läßt sich nicht wiederholen. Die strukturelle Unfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften, das Problem der Arbeitslosigkeit zu lösen, muß nun ohne weitere Illusionen unter Berücksichtigung der zeitlichen Perspektive angegangen werden. Mit anderen Worten: Europa muß sich wieder mit der angemessenen Kombination von angebots- und nachfrageorientierten Strategien befassen – eine Frage, die bereits seit einiger Zeit auf der Tagesordnung steht¹¹.

Erforderliche Doppelstrategie

Die Edinburgher Wachstumsinitiative beruhte auf der Erkenntnis, daß eine Doppelstrategie erforderlich ist – also eine Wirtschaftspolitik, die sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite der europäischen Wirtschaft im Visier behält. Daher umfaßt sie ein Maßnahmenpaket mit sowohl stimulierender als auch struktureller Funktion. Die strukturellen Aspekte wurden dann in den Vorschlägen des Weißbuches weiter vertieft.

¹⁰ C. Sardelis: EC Enlargement and the EFTA Countries, Commission of the European Communities, Economic Paper Nr. 100, Brüssel 1993.

¹¹ Siehe hierzu beispielsweise J. Drèze, C. Wyplosz, C. Bean, F. Giavazzi, H. Giersch: The Two-handed Growth Strategy for Europe: Autonomy Through Flexible Cooperation, Commission of the European Communities, Economic Paper Nr. 60, Brüssel 1987.

Die Edinburgher Initiative legt den Schwerpunkt auf die potentiellen Effekte höherer öffentlicher Investitionen und nicht etwa auf eine allgemeine Steigerung öffentlicher Ausgaben. Dahinter steht die Erkenntnis, daß es über eine längere Zeit erforderlich sein wird, die gegebenen Ressourcen zugunsten der öffentlichen Investitionen umzuschichten. Von einer derartigen Prioritätsverschiebung werden langfristige Vorteile erwartet, stärkt doch eine bessere Infrastrukturausstattung (auf der Ebene der einzelnen Staaten wie auch des europäischen Großraums) die Dynamik des Binnenmarktes und damit die Erträge privater Investitionen. Bessere Telekommunikations- und Verkehrssysteme werden zweifellos die Leistungsfähigkeit der Märkte verbessern. Basisvorleistungen des Produktionsprozesses, wie zum Beispiel Energie, verbilligen sich weiter. Unterstellt man also eine Komplementarität zwischen privaten und öffentlichen Investitionen, so wird eine Steigerung der letzteren wahrscheinlich die Rentabilität privater Investitionen erhöhen und damit die Investitionstätigkeit insgesamt fördern.

Einer der wichtigsten Vorschläge des Weißbuches besteht darin, die Anreize zur Förderung des Humankapitals zu verstärken. Aus verschiedenen Gründen erscheint dies tatsächlich als ein aussichtsreicher Ansatzpunkt. Auf längere Sicht bedeutet eine bessere Qualität des Humankapitals, daß die gegebenen kulturellen, sprachlichen und Informationshindernisse an Wirksamkeit verlieren, welche die für eine gut funktionierende Währungsunion unumgängliche Mobilität der Arbeitskräfte einschränken. Mit einer Heraufsetzung des durchschnittlichen Qualifikationsniveaus der Erwerbsbevölkerung wird auch allmählich ein bedeutsamer Engpaß für die Erschließung neuer Produktmärkte und neuer Technologien durch die Privatwirtschaft behoben. Ferner werden verstärkte Maßnahmen zur Erhaltung und Entwicklung des in den Erwerbslosen ruhenden Humankapitals kurz- und mittelfristig dazu beitragen, die Hysterese am Arbeitsmarkt zu verringern und die Rahmenbedingungen für die Strukturanpassung zu verbessern.

Wie die beiden genannten Aktionen zeigen, hat tatsächlich ein aktives Umdenken eingesetzt. Auch wenn die notwendige größere nominale Flexibilität oder (um den Begriff des Weißbuches zu gebrauchen) die stärkere Lohnzurückhaltung ex ante kaum zu instrumentalisieren ist, so kommt ihr dennoch die große Bedeutung zu, für die verschiedensten wirtschaftlich relevanten Bereiche der europäischen Politik auf Perspektiven hinzuweisen, die über den bloßen Stabilisierungsbedarf der Gegenwart hinausgehen.

Woher sollen aber nun die erforderlichen Nachfrageimpulse eigentlich kommen? Die Edinburgher Initia-

tive sieht bis 1999 Investitionen auf EU-Ebene in Höhe von 25 Mrd. ECU vor. Auch das Weißbuch zeigt Möglichkeiten für mehr Investitionen, nämlich bei den sogenannten transeuropäischen Netzen, was eindeutige Nachfrageeffekte hätte. Auf nationaler Ebene hingegen würde jede weitere nationale fiskalpolitische Expansion wahrscheinlich, wie bereits unterstrichen, die anhaltenden Zweifel an der Realisierung des WWU-Projekts verstärken und damit kontraproduktiv wirken: Statt dessen muß eine Strategie gewählt werden, welche die schwer in Mitleidenschaft gezogene Glaubwürdigkeit des monetären Integrationsprozesses wieder festigen hilft. Eine solche Strategie könnte sogar bereits kurzfristig von Nutzen sein, würde sie doch die noch vorhandenen Risikozinsaufschläge weiter abbauen. Die Möglichkeit zusätzlicher, diskretionärer fiskalpolitischer Maßnahmen bleibt deshalb außer acht. Dafür konzentrieren sich die folgenden Ausführungen auf die geldpolitische Strategie und auf die monetären Transmissionsmechanismen, durch welche sich die Gesamtnachfrage durch eine weitere monetäre Lockerung erhöhen läßt.

Der Kraftakt der Bundesbank

1992 verlor die Bundesbank zeitweilig die Kontrolle über die Geldmengenentwicklung, so daß, gerade als der Konjunkturabschwung einsetzte, von der deutschen Geldpolitik ein Zinsschock auf die anderen EWS-Länder ausging. Im Laufe des Jahres 1993 hat sich die Lage allerdings erheblich verbessert. Wie es aussieht, dürfte der Aufschwung auch weiterhin von positiven Wirkungen der Geldpolitik unterstützt werden.

Die im EU-Raum schlechthin determinierende Rolle der deutschen Geldpolitik bedarf jedoch noch einiger Anmerkungen. Durch einen Prozeß der „natürlichen Auslese“ übernahm Deutschland im EWS die Rolle des „nominalen Ankers“. Dies geschah vor dem Hintergrund seines relativ größten raumwirtschaftlichen Potentials und seiner in der Vergangenheit erfolgreichen Antiinflationpolitik. Das große Ansehen Deutschlands und seine allgemein anerkannte monetäre Disziplin setzten für die europäischen Zinsen ein Mindestniveau; für die anderen EWS-Länder war dies lange Zeit unproblematisch. Sie bemühten sich vielmehr selbst aktiv darum, die noch vorhandenen Risikoaufschläge weiter zu verringern. Solange dies so war, bestand zwischen der nationalen und der internationalen Rolle der D-Mark kein Konflikt.

Allerdings stellte der asymmetrische Vereinigungsschock die Ankerrolle der D-Mark in Frage, verharteten doch die deutschen Zinsen auf einem angesichts der sich

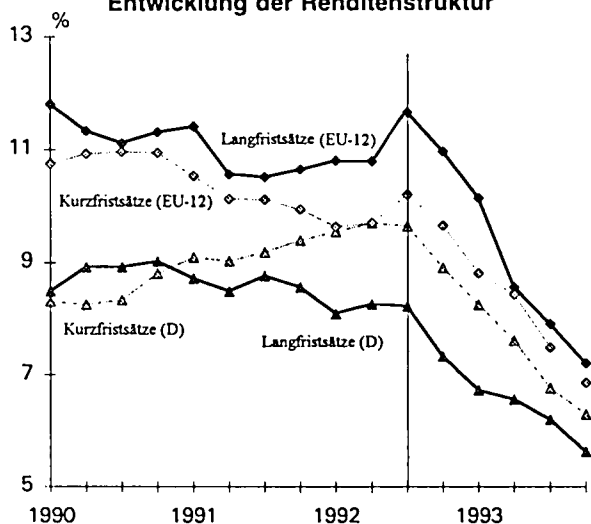
abschwächenden europäischen Konjunktur zu hohen Niveau. Ohne Zweifel beschleunigte dies die EWS-Krise. Allerdings bleibt noch zu klären, inwiefern die deutsche Geldpolitik für Europa ein wirkliches Problem darstellte, war doch die deutsche Vereinigung politisch unvermeidlich und waren doch andere Mechanismen zur Verankerung der europäischen Geldpolitik in den EG-Ländern weder vorhanden noch in Sicht¹².

Unter diesen schwierigen Umständen blieb der Bundesbank kaum eine andere Wahl, als ihren Ruf als entschiedene Verfechterin des Vorrangs der Preisstabilität erneut unter Beweis zu stellen. Damit leistete sie Europa einen Dienst, was die Märkte dazu veranlaßte, in der richtigen Richtung zu reagieren (vgl. Schaubild 2). Die Renditenstrukturkurve, die bis Ende 1990 noch nahezu flach verlaufen war, schrägte sich ab, und die Langfristzinsen bewegten sich zunächst allmählich und dann immer rascher nach unten. Im Laufe der Jahre 1991 und 1992 vergrößerte sich die Lücke in der Verzinsung von Kurz- und Langläufern ständig. Dies war rein glaubwürdigkeitsbedingt und unter den gegebenen Umständen auch absolut notwendig.

Im gleichen Zeitraum entwickelten sich freilich die durchschnittlichen europäischen Zinssätze in die entgegengesetzte Richtung, und zwar in zweifacher Hinsicht. Zum einen nahm das Gefälle zwischen dem europäischen und dem deutschen Langfristzins bis 1993 ständig zu – ein Indiz dafür, daß die Währungsparitäten längerfristig nicht glaubwürdig waren. Daher diskontierten die Märkte einfach eine D-Mark-Aufwertung gegenüber dem ECU, dem gewogenen Durchschnitt der europäischen Währungen¹³. Zum anderen war die Lücke zwischen den

Schaubild 2

Entwicklung der Renditenstruktur



Quelle: Kommissionsdienststellen.

¹² C. Sardelis: Targeting a European Monetary Aggregate – Review and Current Issues, Commission of the European Communities, Economic Paper Nr. 102, Brüssel 1993.

lang- und kurzfristigen Zinssätzen positiv und bis vor kurzem wachsend. Die Märkte bewerteten also die Bemühungen, den Kurzfristzins zu senken, als Vorbote einer politischen Prioritätsverlagerung: In Europa wurde nunmehr die steigende Arbeitslosigkeit zu einem größeren Problem als die Preisniveaumentwicklung. Damit differenzierte sich die durchschnittliche europäische Renditenstrukturkurve verglichen mit der deutschen in einer anderen Richtung.

Zur Zeit sind die langfristigen Zinssätze in Deutschland auf einem historisch niedrigen Stand. Dagegen befinden sich die europäischen Langfristsätze (bei denen Risikoaufschläge in der Größenordnung von 150-250 Basispunkten hinzukommen), obwohl rasch fallend, noch nicht auf dem in Anbetracht der Flaute erforderlichen Niveau. Wir haben es hier mit den Kosten des „Mangels an Glaubwürdigkeit“ zu tun. Sie hätten vermieden werden können, wäre in Europa früher eine in sich stimmige Politik verfolgt worden. Hinzu kommen natürlich auch noch die Kosten der deutschen Vereinigung, nämlich ein noch immer hohes Niveau der Kurzfristzinsen, was ebenso von erheblicher Bedeutung ist.

Etwas anders ausgedrückt stellt sich die Lage so dar, daß Europa vom Glaubwürdigkeitsbonus der Bundesbankpolitik profitiert hat, durch den niedrige Langfristzinsen mit hohen Geldmarktzinsen erkaufte werden konnten.

¹³ Ob dies durch die von der Bundesbank seit 1989 geforderte rechtzeitige Aufwertung der D-Mark zu vermeiden gewesen wäre, mag zunächst die Diplomanden und später die Wirtschaftshistoriker beschäftigen.

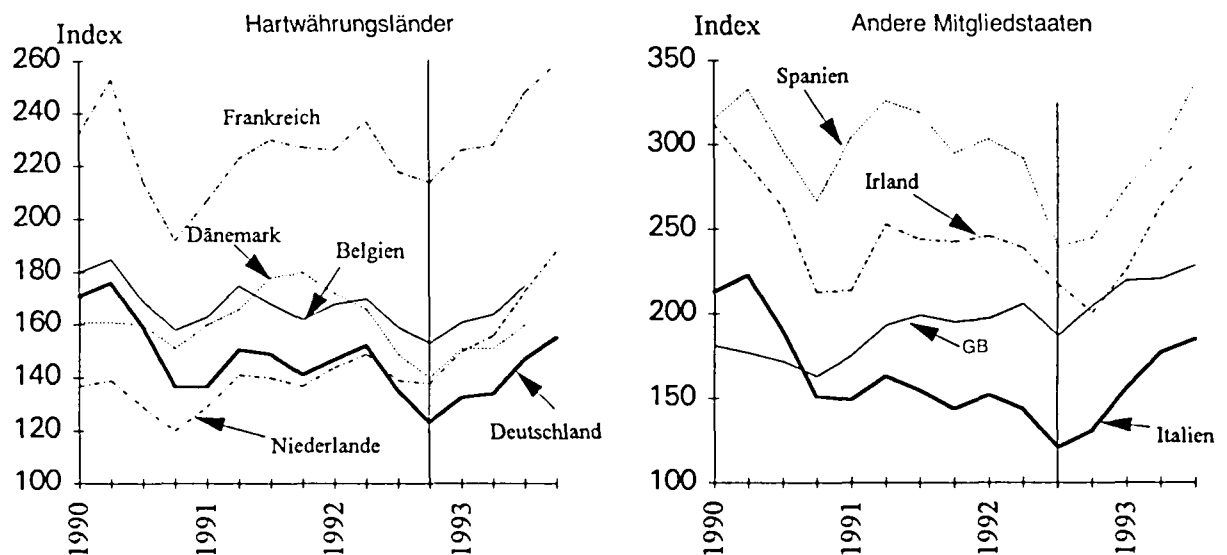
Die Alternative hätte vermutlich im genauen Gegenteil bestanden. Hätte die Bundesbank unter dem Druck der schwierigen Umstände für die Märkte ihre „Jungfräulichkeit“ verloren, so wären wahrscheinlich die europäischen Kurzfristzinsen niedriger gewesen, dafür hätte man aber höhere Langfristzinsen in Kauf nehmen müssen, und deren Niveau wäre weitgehend von überzeugungslosen und volatilen Märkten bestimmt worden. Aus heutiger Sicht betrachtet: Als der asymmetrische Vereinigungsschock auftrat, war ein alternatives europäisches Währungssystem nicht vorhanden; so führte es gleichsam zu einem europäischen „second best“, daß sich die D-Mark wesentliche Qualitäten einer Ankerwährung bewahrte.

Der positive Effekt der eingetretenen De-facto-Lockerung der Geldpolitik zeigte sich an der Entwicklung der europäischen Preise für Aktiva. Überall haben sich die europäischen Aktienbörsen seit Mitte 1992 rasch erholt (vgl. Schaubild 3). Bei den Währungen, die nach der Krise vom September 1992 aus dem EWS ausschieden, setzte die Erholung bereits im dritten Quartal 1992 ein, als die Langfristzinsen zu fallen begannen. In den anderen Mitgliedstaaten gingen die Aktienkurse ein Quartal später nach oben, und der Trend ist eindeutig.

Sowohl kurz- als auch mittelfristig unterstützen steigende Preise für Aktiva die Gesamtnachfrage, und nach den vorliegenden Daten lassen selbst die Immobilienpreise in einigen Ländern nach langer Deflation eine Erholung erkennen¹⁴. Die positive Wirkung steigender Preise für Aktiva zeigt sich auf verschiedene Weise.

Schaubild 3

Aktienkurse in ausgewählten Mitgliedstaaten (1985 = 100)



Quelle: OECD: Main Economic Indicators.

Zunächst wäre der Tobin-q-Effekt zu nennen. Steigen die Aktienkurse, so ändern sich die relativen Preise von altem und neuem Kapital zugunsten des letzteren, was die Investitionstätigkeit belebt. Sodann erhöht ein Vermögensanstieg per se die Ausgabenneigung, und zwar sowohl im Verbrauchs- als auch im Investitionssektor (Pigou-Effekt). Bäckström¹⁵ untersucht beispielsweise die Beziehung zwischen Aktivapreisen und Sparquote und findet Hinweise, welche die klassische (konsumstützende) Hypothese einer negativen Beziehung untermauern. Mithin steht ein lebhafterer privater Verbrauch ins Haus. Diese bei den privaten Akteuren zu erwartenden positiven Tendenzen werden darüber hinaus wohl auch durch das Finanzsystem gefördert, stimuliert doch die wachsende private Kreditexpansion nicht zuletzt auch die Preise für Vermögenswerte (jedenfalls besteht hier eine enge Korrelation).

Bei der Untersuchung der Preisentwicklung für Aktiva über einen langen Zeitraum ermittelt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich¹⁶ zwei sehr wichtige Tendenzen. Zum einen sind die Preise von Vermögensgegenständen realzinsabhängiger geworden. Damit kann die Geldpolitik auch stärker auf die Vermögensdispositionen und das Ausgabeverhalten der privaten Akteure durchwirken. Zum anderen reagieren die Aktivapreise in den meisten Ländern stärker auf Veränderungen des realen Wachstums, vor allem aber dort, wo sich die Bedingungen für die Kreditaufnahme des privaten Sektors im Zeichen der Deregulierung der Finanzmärkte radikal geändert haben. Beide Faktoren zusammen lassen vermuten, daß die mit der Deregulierung im Finanzbereich der 80er Jahre verbundene erhöhte Reagibilität die Mechanismen stärkte, durch welche die Gesamtnachfrage von geldpolitischen Maßnahmen beeinflusst wird. Dies erhöht die Bedeutung der Geldpolitik im Vergleich zur Finanzpolitik.

Betrachtet man schließlich die Aussichten für einen Konjunkturaufschwung von einem Wicksellschen Standpunkt aus, so ist festzustellen, daß neuerdings die Lücke zwischen Wicksells „natürlichem Zins“ und dem Marktzins kontinuierlich schmaler wird, und dies aus zwei Gründen. Erstens ist der „natürliche Zins“ (seinerseits ein Indikator der Produktivität und damit für den Ertrag realer

Investitionen) tendenziell gestiegen. In allen Ländern verblieb nämlich die Gewinnquote auf relativ hohem Stand. Zweitens sinken ceteris paribus die realen Kosten neuer Investitionen, in erster Linie wegen der (vom sinkenden Langfristzins maßgeblich bestimmten) zurückgehenden Kapitalkosten. Beide Tendenzen verstärken die Investitionsneigung¹⁷.

Wie überwindet Europa die Krise?

Europa muß nicht nur aus der gegenwärtigen Flaute herausfinden; ohne einen länger anhaltenden Aufschwung kann es sich auch von Hysterese und Eurosklerose kaum befreien. Um wirklich von einem einheitlichen Markt und einer einheitlichen Währung zu profitieren, muß Europa seine Politik darauf ausrichten, die Kosten der Konvergenz zu senken; dies geht nicht ohne eine erneute Bekräftigung des Bekenntnisses zu langfristigen Zielen. Geschieht dies nicht, so beeinflussen die Finanzmärkte Zins und Wechselkurs, reduzieren die Nettovorteile und unterminieren auf diese Weise die ökonomischen Anreize für eine weitere Vertiefung der Integration. Ein Vorgeschmack dessen, was geschehen kann, bot die letzte Rezession.

Die Verfolgung mit dem WWU-Prozeß nicht vereinbareren, zeitinkonsistenter Strategien kann sich also nur schädlich auswirken. Daher muß eine weitere fiskalpolitische Expansion vermieden werden; höchste Priorität gebührt nach wie vor der finanzpolitischen Konsolidierung. Dies bedeutet zugleich: Jegliche Nachfragestimulierung kann nur über eine Lockerung der Geldpolitik laufen, die bereits sichtbar einsetzte. Dies ist tatsächlich der einzig gangbare Weg: Im Zeichen der beschriebenen Auswirkungen der Deregulierung im Finanzbereich auf die Übertragungsmechanismen ist er auch effizienter denn je.

Nach den Erfahrungen der Vergangenheit haben beim Abbau der Arbeitslosigkeit isolierte nachfrageorientierte Maßnahmen kaum eine Wirkung. Will man den Arbeitsmarkt nachhaltig entlasten, so muß daher die Stärkung der Angebotsseite der europäischen Volkswirtschaften ein vorrangiges Ziel bleiben. Bei einer erhöhten Arbeitsmarktflexibilität wächst auch der Nutzen der WWU. Trotz des von der enormen Arbeitslosigkeit ausgehenden Drucks bleibt eine rein nachfrageorientierte Politik wegen der in der Vergangenheit im Namen des „Keynesianismus“ begangenen Sünden wirkungslos; sie muß daher in großem Umfang von neoklassischen Strategien begleitet werden. Anders gewendet: Die weitere Integration der Faktormärkte erfordert eine parallellaufende Deregulierung von Kapital- und Arbeitsmärkten: Ständen die 80er Jahre im Zeichen der Finanzderegulierung, so müssen die 90er Jahre zum Jahrzehnt der Deregulierung des Arbeitsmarktes werden.

¹⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 63. Jahresbericht, Basel 1993.

¹⁵ U. Bäckström: Tillgångspriser och Stabiliseringspolitik (Asset Prices and Stabilization Policies), Ekonomisk Debatt, Jg. 21, Nr. 5.

¹⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, a.a.O.

¹⁷ Eine ausführlichere Darstellung des Wicksellschen Ansatzes findet sich bei H. Matthes: Warum kam es anders? Ein Wicksell'scher Erklärungsversuch, in: H. Matthes (Hrsg.): Europa als Aufgabe, Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Brüssel 1993.