

Hishow, Ognian N.

**Research Report**

## Deutschland und der Euro-Stabilitätspakt: Deutsche Finanz- versus europäische Geldpolitik

SWP-Aktuell, No. 50/2003

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Hishow, Ognian N. (2003) : Deutschland und der Euro-Stabilitätspakt: Deutsche Finanz- versus europäische Geldpolitik, SWP-Aktuell, No. 50/2003, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/254462>

**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.*

# Deutschland und der Euro-Stabilitätspakt

## Deutsche Finanz- versus europäische Geldpolitik

Ognian N. Hishow

Der EU-Finanzministerrat (Ecofin) hat am 25. November 2003 beschlossen, daß Deutschlands und Frankreichs hohes Haushaltsdefizit kein Budget-Verfahren der EU-Kommission gegen Berlin und Paris rechtfertigt. Diese Entscheidung markiert einen Bruch mit der stabilitätspolitischen Philosophie der an der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) beteiligten Regierungen, die bis dahin an einer mittelfristigen Haushaltskonsolidierung zumindest verbal festgehalten hatten. Zwar kann eine solche Verletzung des unter deutscher Federführung beschlossenen Stabilitäts- und Wachstumspaktes einmalig und ausnahmsweise als ein aus der Not geborener konjunkturfördernder Akt akzeptiert werden. Mittel- und langfristig müssen die Finanzen der Euro-Länder jedoch im Einklang mit den Kriterien des Stabilitätspaktes geregelt werden.

Als der Euro aus der Taufe gehoben wurde, sollte er nach der erklärten Absicht seiner Väter – auch mit Blick auf den »allmächtigen Dollar« – stark und vertrauenswürdig werden. Die Gestaltung eines starken Euro war von den Erfahrungen der 70er und 80er Jahre geprägt, als der verbreitete Abwertungswettbewerb zur Ankurbelung von Export und Wachstum in Italien, Frankreich, Großbritannien und anderen Ländern der Europäischen Gemeinschaft an seine Grenzen gestoßen war. Nach und nach war die stabilitätsbewußte Deutsche Bundesbank (zur Verärgerung von Paris und London, aber zum Vorteil mehrerer kleinerer Volkswirtschaften wie Österreich, die Niederlande oder Finnland) zur heimlichen Zentralbank der künftigen Union geworden. Ende der 80er Jahre hatte sich

die Einsicht endgültig durchgesetzt, daß eine stabile Währung nicht nur als Schutzschild gegen hohe Inflationsraten, sondern auch wachstums- und beschäftigungsfördernd wirken kann.

### Zur Logik des Stabilitätspaktes

Zum Tragen kam diese Einsicht im Zuge der Vorbereitung der WWU, als mit den Euro-Konvergenzkriterien niedrige Inflationsraten und Kreditzinsen, eine geringe Neuverschuldung der Staatsbudgets und eine Obergrenze der öffentlichen Schuldenquote als Bedingung für die Euro-Teilnahme vereinbart wurden. Um aber sicherzustellen, daß die von der »Aufnahmenot« auferlegte Selbstdisziplin mehrerer Regierungen nicht wieder legeren wirtschafts-

politischen Praktiken Platz macht, erweiterte der Europäische Rat von Amsterdam im Juni 1997 die Konvergenzkriterien um den Stabilitätspakt. Da die Zuständigkeit für die Geldpolitik nun einer gemeinsamen Zentralbank übertragen wurde, verlangt der Pakt den an der WWU beteiligten Regierungen Finanzdisziplin ab. Der zugrundeliegende Gedanke ist, daß im Prinzip ausgeglichene öffentliche Haushalte Bestandteil eines wirtschaftsfreundlichen Umfeldes sind, das Wachstum und der Schaffung neuer Arbeitsplätze zuträglicher ist.

Die schärfste Kritik am Pakt setzt zugleich hier ein, bei der prozyklischen Wirkung seiner rigiden ausgabenpolitischen Vorschriften. Doch der Pakt verbietet der Finanzpolitik nicht, etwaige Spielräume auszuschöpfen, um in Abschwungsphasen durch Ausweitung der Nachfrage des Staates die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – und damit den Output – zu stützen. Allerdings ist Kritikern die Obergrenze dieser Marge mit drei Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung (BIP) nicht hoch genug angesetzt. Sie fordern mehr, definieren jedoch nicht, wo genau die »richtige« Obergrenze für die Quadratur ihres wirtschaftspolitischen Kreises weicher Budgetbeschränkungen einerseits und anhaltenden realen Wachstums zu ziehen wäre. Ferner erklären sie nicht, warum einige WWU-Länder den Pakt einhalten können, andere aber damit Schwierigkeiten haben. (Deutschland könnte vereinigungsbedingt formell als finanzpolitischer Sonderfall gelten; allerdings wird auch Frankreich, ebenso wie Portugal und teilweise Italien, mit seiner Defizitproblematik nicht fertig.)

Was Kritiker einer stabilitätsbewußten Finanzpolitik oft übersehen, ist der volkswirtschaftliche Preis einer noch so gut gemeinten *Deficit-Spending*-Strategie. Die ständig wachsende Nettokreditaufnahme hat in der Bundesrepublik den Anteil der Zinszahlungen an den Budgetausgaben in den letzten drei Jahrzehnten verdoppelt. Zwar ist Kapital gegenwärtig sehr billig zu haben, so daß die Zinsdienstbelastung der öffentlichen Haushalte gering ist. Aber

selbst unter diesen Umständen nimmt sie allmählich zu, wenn die Marge zwischen der Rate des realen Wachstums und jener der Nettoneuverschuldung – wie gegenwärtig – mit ca. 2,5 bis 3 Prozentpunkten hoch bleibt. Rechnerisch bedeutet dies, daß künftig *ceteris paribus* der Schuldenbetrag von Bund, Ländern und Gemeinden in weniger als einer Dekade von derzeit etwa 60 auf rund 100 Prozent der Wirtschaftsleistung (BIP) klettern würde. Zöge dabei der Kreditzins um nur einen Punkt an (z.B. von vier auf fünf Prozent für Schuldscheine der öffentlichen Hand), würde dies die Zinsdienstbelastung auf bis zu elf Prozent der Ausgaben steigen lassen. Schlimmer noch: Möglicherweise werden die Kapitalmärkte nicht sehr lange bereit sein, einer hochverschuldeten Regierung Billigkredit zu gewähren. In der Regel stufen internationale Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit von Zentralregierungen, Gebietskörperschaften und Privatunternehmen herunter, wenn der Schuldendienst deren Zahlungsfähigkeit zu gefährden beginnt. Dies widerfuhr jüngst dreimal selbst Japan, dessen Kreditrating auf das Niveau Botswanas herabgestuft wurde, einem Empfänger japanischer Entwicklungshilfe. Daß Tokio der weltgrößte Gläubiger ist, zählte nicht, sondern einzig die Tatsache seiner enormen Schuldenquote, der höchsten in der OECD.

### **Mögliche Vor- und Nachteile der Nichteinhaltung**

Zunächst einmal sah es nicht danach aus, als hätte die Nichteinhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes kurzfristig negative Konsequenzen für das Wachstum oder gar die Preisniveaumentwicklung in Deutschland. Die Börsen reagierten mit einem nur leichten und vorübergehenden Nachgeben des Euro-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar. Zugleich entbehrt es nicht der Logik, wenn die Bundesregierung ihre Weigerung, der Aufforderung von EU-Währungskommissar Solbes zu größeren Einsparungen Folge zu leisten, auf das Argument stützt, die sich abzeichnende

Erholung der Wirtschaft würde dadurch beeinträchtigt.

Allerdings ist der Außenwert des Euro zum US-Dollar gegenwärtig kein geeignetes Indiz für eine anhaltende Euro-Schwäche oder -Stärke. Der Dollar muß wegen der US-Leistungsbilanzdefizite abwerten, um den Import etwa aus China, Japan und der EU zu verringern. Dabei halten die asiatischen Handelspartner der USA den Wechselkurs ihrer Währungen zum Dollar über Zentralbankinterventionen (Japan) oder Wechselkursbindung (China) stabil. Zur Verringerung der amerikanischen Handelsungleichgewichte kann und muß der Dollar gegenüber dem Euro, der frei schwankt, um so mehr an Wert verlieren, auch wenn die Verletzung des Stabilitätspaktes die europäische Währung in der Tendenz aufweicht. Aber auch nach innen dürfte es nicht gleich zu Verlusten der Euro-Kaufkraft kommen, weil die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank nach wie vor straff bleibt und Deutschland eher mit Deflationstendenzen zu kämpfen hat.

Bedenklich ist jedoch die strukturelle Komponente des deutschen Haushaltsdefizits. Sie ergibt sich vor allem aus der strukturellen Arbeitslosigkeit, deren Finanzierung selbst im Aufschwung die öffentlichen Kassen belastet. Zwar kurbeln Mehrausgaben momentan die Gesamtnachfrage an und das Wachstum kann sich beschleunigen. Erst ein Abbau der strukturellen Unterbeschäftigung würde aber die strukturellen Defizite wirksam zurückführen. Konjunkturbelebungsmaßnahmen allein sind unzureichend. Daher ist die starre Haltung der Bundesregierung im Defizitstreit kritisch zu sehen, weil sie den Eindruck erweckt, als suche Deutschland nach Alternativen zu einer seriösen Haushaltskonsolidierung.

Den kurzfristigen Vorteilen bzw. geringfügigen augenblicklichen Nachteilen der Nichteinhaltung des Paktes stehen mittel- und langfristig jedoch volkswirtschaftliche Verluste gegenüber. Zum einen untergräbt eine laxe Finanzpolitik langfristig die Chancen auf mehr Wachstum, da der finan-

zielle Spielraum der EU-Länder national begrenzt bleibt. Der fiskalische Föderalismus in der EU hat zur Folge, daß Regierungen, die zu Hause mit Kreditknappheit zu kämpfen haben, nicht durch andere, flüssige Regierungen unterstützt werden dürfen. Eine steigende Schuldendienstlast in einem Mitgliedsland zieht folglich Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen nach sich. Betroffen sind in der Regel öffentliche Investitionen in die physische Infrastruktur und das Humankapital. Bleiben solche Investitionen wegen Mittelverknappung aus, verschlechtern sich wiederum die Standortbedingungen für private Investitionen vor Ort, die Kapitalallokation bleibt aus und das Wachstum geht zurück.

Zum anderen können kreditfinanzierte öffentliche Konjunkturprogramme nur Erfolg haben, wenn die strukturellen Ursachen für das niedrige Wachstum beseitigt werden. Andernfalls verpuffen die Ausgaben, ohne ein sich selbst tragendes Wachstum initiiert zu haben. Umgekehrt besteht kein *tradeoff* zwischen Haushaltskonsolidierung und Wachstum, wie die positive Erfahrung vieler Länder aus den 90er Jahren zeigt. Dagegen litt eine Reihe von Volkswirtschaften in den 70er und frühen 80er Jahren trotz steigender Staatsquoten unter einer zähen Wachstumschwäche.

Weil Finanzdisziplin dem Wähler schwer zu vermitteln ist, könnten auch andere Euroland-Regierungen unter Berufung auf das laxer haushaltspolitische Verhalten von Berlin und Paris ihre Sparanstrengungen aufgeben. Die Folge dürfte eine allgemeine Zunahme der öffentlichen Verschuldung im EU-Raum und anziehende Kapitalnachfrage sein. Zwar beeinflußt der Kapitalbedarf einzelner EU-Staaten das internationale Zinsniveau nicht (sie sind sogenannte *price taker* und zu klein, um dieses Niveau zu verändern). Anders verhält es sich, wenn eine große Körperschaft wie die EU konzentriert Kreditbedarf anmeldet: Ein weltweiter Zinsanstieg könnte der – unerwünschte – Effekt sein. Ähnliches hat die Weltwirt-

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2003  
Alle Rechte vorbehalten

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364

schaft vor ca. 20 Jahren erlebt, als die USA zur Bekämpfung von Inflation und Arbeitslosigkeit auf ein *policy mix* aus massiver Kreditaufnahme und restriktiver Geldpolitik zurückgriffen, mit dem Resultat zweistelliger Zinssätze. Damals gingen die Investitionen in den USA nur deshalb nicht zurück, weil kreditfinanzierte Investitionssubventionen gewährt wurden. Allerdings erreichte die Neuverschuldung mit rund fünf Prozent des US-BIP ihren Höchststand, als die Wirtschaft bereits kräftig wuchs. Das problemlose Herauskommen der US-Wirtschaft aus der Defizitfalle war dann nur eine Frage der Zeit. Anders in Deutschland, wo eine Neuverschuldung von mehr als vier Prozent des BIP noch immer nicht in Wachstum umgemünzt worden ist. Im Gegenteil, ungeachtet permanenter Defizite haben sich die realen Wachstumsraten der Wirtschaft seit 1980 mehr als halbiert und tendierten zuletzt gegen Null.

### **Konfliktverschärfung oder Deeskalation?**

Der Widerstand gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt ist auch ein Ausdruck der eingegengten wirtschaftspolitischen Spielräume der Regierungen, die nach der Übertragung ihrer monetären Souveränität an die Europäische Zentralbank (EZB) lediglich mit fiskalpolitischen Mitteln Nachfrageschocks bekämpfen können. Haben sie sich erst einmal durch unterlassene Reformen um die eigene Manövrierfähigkeit gebracht, tendieren sie dazu, den Stabilitäts- und Wachstumspakt »flexibel« zu interpretieren. Die Folgen der Aufgabe einer regelgebundenen zugunsten einer diskretionären Budgetpolitik sind jedoch weitreichend. Nächstes Opfer könnte die eigentliche Währungshüterin werden – die EZB. Die langsamer wachsenden EU-Volkswirtschaften, zu denen Deutschland zählt, bevorzugen eine lockere Geldpolitik, was wiederum nicht im Interesse der aufschließenden Neumitglieder ist. Deren schnelleres Wachstum im Bereich der handelbaren Güter bewirkt rasche Einkommens-

zuwächse, gleiches gilt auch für den Dienstleistungsbereich mit seinen verzögerten Produktivitätsgewinnen. Im Ergebnis tendieren solche Volkswirtschaften zu einer höheren Inflationsrate, die aber nur von der EZB bekämpft werden kann. Eine ähnliche Situation divergierender geldpolitischer Interessen gab es zuletzt 1992 in der EU, als die damalige Bundesbank die Zinsen drastisch anhub, um die Überhitzung der deutschen Wirtschaft im Vereinigungsboom zu stoppen. Das traf andere Partner – Frankreich, Großbritannien und Italien –, die zur Ankurbelung ihrer Konjunktur eher niedrige Zinsen benötigten. Sie konnten schließlich über eine Abwertung (unter Preisgabe der Wechselkursstabilität im Europäischen Währungssystem, dem Euro-Vorläufer) einen größeren Nachfrageschock vermeiden. Diese Möglichkeit einer monetären Anpassung ist heute angesichts einer Einheitswährung nicht mehr gegeben.

Wenn die EZB ihre Zinspolitik zur Verteidigung des Euro verschärfen sollte, könnte der Konflikt in der EU eskalieren. Der Euro und das Wachstum wären am Ende die Leidtragenden. Die Bundesregierung sollte daher auf weitere Kraftproben mit den EU-Institutionen verzichten und sich (erneut) auf ein regelgebundenes politisches Verhalten besinnen. Hierzu wäre hilfreich, wenn – auch im Sinne der Tradition der alten Bundesrepublik – das Festschreiben eines inflationsfreien Wachstums in den EU-Verfassungsvertrag befürwortet würde. Dies gäbe der Debatte über *economic governance*/Ordnungspolitik im Konvent reale Substanz und sollte – um zu demonstrieren, daß die mittel- und langfristigen Auswirkungen des angerichteten Schadens wieder korrigiert werden – in der Regierungskonferenz aufgegriffen werden. Deutschland würde damit auf die Vorstellungen der kleineren stabilitätsorientierten EU-Partner eingehen, die den Mißbrauch des »Rechts des Stärkeren« bei der Verletzung des Stabilitätspaktes kritisieren, und auch auf jene der osteuropäischen Beitrittskandidaten, die die deutsche Wirtschaftspolitik hochschätzen.