

Erscheint in Martin Held et al. (Hg.): Normative und Institutionelle Grundfragen der Ökonomik, Jahrbuch 13, "Unsere Institutionen in Zeiten der Krisen", Marburg 2014.

Europas fiskalpolitisches Koordinationsdefizit

*Oliver Landmann**

Abstract:

Die Fiskalregeln der Europäischen Währungsunion EWU vernachlässigen den Bedarf an antizyklischer Stabilisierung, der durch die Zentralisierung der Geldpolitik entstanden ist. Die Fiskalpolitik hat es zu Beginn der EWU versäumt, wachsenden makroökonomischen Ungleichgewichten entgegenzuwirken, und sie verschärft seit 2009 prozyklisch die anhaltende Rezession. Dieser Beitrag zeigt, dass sich in einer Währungsunion eine unkoordinierte Fiskalpolitik systematisch zu wenig antizyklisch verhält. Der Fiskalpolitik Europas fehlt ein Advokat der kollektiven makroökonomischen Rationalität.

Keywords: Euro, Währungsunion, Fiskalpolitik, Politikkoordination, Institutionelle Integration

* Universität Freiburg, D-78085 Freiburg [oliver.landmann@vwl.uni-freiburg.de].
Der Verfasser dankt zwei anonymen Gutachtern für wertvolle Hinweise und Katerina Homolkova für exzellente Forschungsassistenz.

1. Einleitung

Dass eine gemeinsame Währung Risiken für die wirtschaftliche Stabilität Europas birgt, war bei der Gründung der Europäischen Wahrungunion EWU bekannt. Eine umfangreiche wissenschaftliche Literatur hatte die Bedingungen eines „optimalen Währungsraums“ gründlich analysiert. Im Mittelpunkt jener Literatur stand die Frage, ob und wie eine Wahrungunion dafür gerüstet ist, mit *asymmetrischen Schocks* umzugehen, die sie treffen könnten. Denn mit der Preisgabe ihrer eigenen Währung haben die einzelnen Mitgliedsländer ja alle Instrumente der Geldpolitik aus der Hand gegeben, die sonst bei der Bewältigung länderspezifischer Störungen des wirtschaftlichen Gleichgewichts zum Einsatz kämen. Die meisten Untersuchungen, die sich mit der Frage empirisch auseinandergesetzt haben, kamen zum Schluss, dass die Voraussetzungen eines optimalen Währungsraums - insbesondere eine hohe Mobilität der Arbeitskräfte und eine gut ausgebaute Fiskalunion - in Europa nicht erfüllt sind (vgl. z.B. Eichengreen 1990, Sala-i-Martin/Sachs 1992).

Es war somit klar, dass eine auf europäischem Boden errichtete Wahrungunion in Bezug auf das Auftreten asymmetrischer Schocks verletzlich sein würde. Aber dieses Risiko wurde bei der Konzeption der institutionellen Architektur der EWU ignoriert (James 2012, S. 9). Die ganze Aufmerksamkeit der fiskalpolitischen Spielregeln galt vielmehr der Vermeidung einer unubermaigen Staatsverschuldung. Paradoxierweise befindet sich Europa heute trotzdem in einer akuten Staatsschuldenkrise. Und paradoxierweise ist diese Staatsschuldenkrise nicht durch eine malose Defizitwirtschaft der Regierungen entstanden - den einen krassen Defizitsunder der Wahrungunion ertappte der aufwendige Uberwachungsapparat erst, als der Schaden angerichtet war. Vielmehr war der Ursprung des Problems ausgerechnet ein Beispiel jener asymmetrischen Schocks, vor deren Folgen die Theorie des optimalen Währungsraums vergeblich gewarnt hatte: ein auf die Peripherie Europas begrenzter Boom, im wesentlichen nicht der offentlichen, sondern der privaten Binnennachfrage, der in den ersten zehn Jahren der Wahrungunion den betreffenden Ländern eine hohe Wachstumsdynamik bescherte.

Ermoglicht wurde dieser Boom dadurch, dass der Euro den vormaligen Hochzinslandern einen Zugang zu schier unbegrenzten Mengen an billigem Kapital eroffnete (EEAG 2011,2013; Landmann 2012b, Poli-

to/Wickens 2013). Es entbehrt nicht der Ironie, dass sich damit gerade die Gründung der Währungsunion selbst als der asymmetrische Schock erwies, für den vorzukehren die Gründungsväter versäumt hatten. Dem suboptimalen europäischen Währungsraum fehlten die Ausgleichsmechanismen, die die rasch anwachsenden inneren Ungleichgewichte hätten begrenzen können. Jahrelang konnten so die makroökonomischen Verzerrungen und Schuldenberge ungehindert wachsen, mit deren Abbau sich Europa heute so schwer tut. Etwas maliziös spricht Krugman (2013) von der „Rache des optimalen Währungsraums“.

Da die Geldpolitik an den Bedürfnissen des ganzen Währungsraums ausgerichtet werden muss, ist sie für die Bewältigung asymmetrischer Schock grundsätzlich nicht geeignet. Gefragt gewesen wäre vielmehr ein Instrument der Nachfragesteuerung, das nach Mitgliedsländern differenziert einsetzbar ist. Ein solches Instrument ist die Fiskalpolitik. Ob diese, auf sich allein gestellt, der Aufgabe gewachsen gewesen wäre, die makroökonomischen Schieflagen zu vermeiden, die nach der Einführung des Euro entstanden sind, oder ob die Politik nicht zusätzlich etwa direkt beim Kreditwachstum bzw. bei der Regulierung der Kreditvergabe hätte ansetzen müssen, bleibe einmal dahingestellt. Wie im folgenden aber deutlich werden wird, war die Fiskalpolitik nach der Gründung der EWU weit davon entfernt, die stabilisierende Rolle zu spielen, nach der die asymmetrische Entwicklung der Eurozone verlangt hätte.

Die weiteren Abschnitte entwickeln diesen Gedanken wie folgt: Abschnitt 2 skizziert in groben Zügen die makroökonomische Entwicklung der Eurozone seit 1999 und setzt das Verhalten der Fiskalpolitik dazu in Beziehung. Abschnitt 3 diskutiert in einem sehr vereinfachten theoretischen Rahmen die Nachfragewirkungen der Fiskalpolitik in einer Währungsunion und insbesondere auch die externen Effekte („*Spillovers*“), die von der Fiskalpolitik eines Landes auf andere Länder desselben Währungsraums ausgehen. Diese Wirkungen werden maßgeblich durch den Handlungsrahmen der Geldpolitik konditioniert. Abschnitt 4 stellt darauf aufbauend die Frage, ob die Fiskalpolitik angesichts der externen Effekte, die sie erzeugt, innerhalb einer Währungsunion koordiniert werden müsste. Die Antwort lautet, dass dies in der Tat der Fall ist. Die Natur des Koordinationsbedarfs reagiert aber sensibel darauf, ob die Geldpolitik ihren Stabilisierungsauftrag für den Währungsraum als Ganzes ungehindert erfüllen kann, oder ob sie dabei durch eine bindende

Zinsuntergrenze (Liquiditätsfalle) behindert wird. Abschnitt 5 zieht abschließend einige Schlussfolgerungen für die Fiskalpolitik in der EWU.

2. Einige Fakten

2.1 *Das aggregierte Bild für den Währungsraum insgesamt*

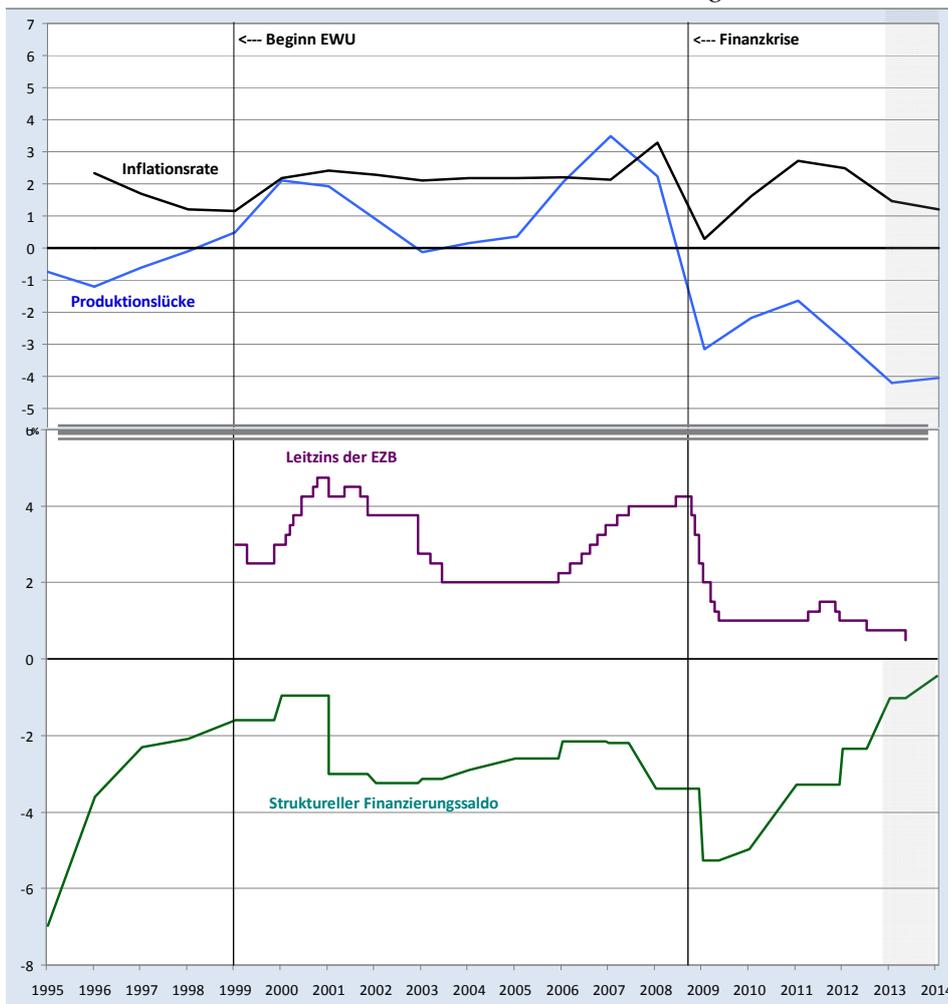
In der makroökonomischen Entwicklung der EWU seit 1999 bildet die Finanzkrise von 2008 eine klare Bruchstelle. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Produktionslücke und der Inflationsrate für den EWU insgesamt. Die Produktionslücke - die prozentuale Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial der Volkswirtschaft - ist ein Indikator der Konjunkturlage. Ihr steiler Absturz im Jahre 2009, nach über einem Jahrzehnt gemäßigter Schwankungen, markiert die „Große Rezession“. Danach folgt eine kurze Phase der Stabilisierung, bevor sich die Konjunktur in der Eurozone ab 2012 kontinuierlich weiter abschwächt. Während der Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität von 1999 noch ein weltweites Phänomen war, leidet kein anderer der großen Wirtschaftsräume außerhalb Europas seither an einer so anhaltenden Konjunkturschwäche wie Europa (OECD 2013).

Die Inflationsrate der Eurozone bewegte sich bis zur Krise vergleichsweise stetig in der Nähe von 2%, nur geringfügig über der Zielmarke der EZB. Am Rande des Beobachtungszeitraums zeichnet sich ein anhaltender Rückgang der Inflationsrate ab, der sich angesichts des Ausmaßes und der Persistenz der negativen Produktionslücke zwar im Rahmen hält, die Inflationsrate aber dennoch systematisch unter das Inflationsziel der EZB drückt. Die makroökonomische Konstellation zeigt am aktuellen Rand demnach einen klaren Bedarf an expansiver Nachfragepolitik an.

Wie sich in demselben Beobachtungszeitraum die Geld- und die Fiskalpolitik verhalten haben, ist im unteren Teil von Abbildung 1 zu sehen. Der Leitzins der EZB verhält sich bis 2009 zuverlässig antizyklisch. Auf die Finanzkrise hat die EZB, wie andere Zentralbanken auch, rasch und entschlossen mit einer drastischen Zinssenkung reagiert. Aber danach

war das Pulver - zumindest zinspolitisch - weitgehend verschossen, obwohl sich die Makro-Daten weiter verschlechterten.

Abbildung 1
Indikatoren der makroökonomischen Entwicklung, 1995-2014



Inflationrate: Änderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (in %);
 Produktionslücke: in % des Produktionspotenzials;
 Leitzins der EZB: Hauptrefinanzierungssatz;
 Struktureller Finanzierungssaldo: öffentliche Haushalte, aggregiert über Eurozone insgesamt (in % des Produktionspotenzials);
 Schattiert: Prognosewerte der OECD, Mai 2013;
 Quelle: OECD, Economic Outlook 93 Database

Eine europäische Fiskalpolitik gibt es nicht, sondern nur die dezentrale Fiskalpolitik der einzelnen Euro-Länder. Aber deren aggregierte Stossrichtung lässt sich dennoch erfassen. Abbildung 1 gibt den strukturellen - d.h. konjunkturbereinigten - Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte der Euro-Länder wieder. Dieser bewegt sich durchwegs im negativen Bereich, weist aber ausgeprägte Schwankungen auf. Auffallend ist etwa die deutliche Rückführung des aggregierten Defizits in den Jahren vor 1999 - ein Spiegelbild der Anstrengungen, das Defizitkriterium des Maastrichter Vertrags zu erfüllen. Ebenfalls auffallend ist die positive Korrelation des aggregierten strukturellen Finanzierungssaldos mit der aggregierten Produktionslücke bis 2009. Im Konjunkturaufschwung ging das aggregierte Haushaltsdefizit jeweils zurück, in Abschwungsphasen nahm es wieder zu, besonders stark in der Grossen Rezession von 2009. Im Ganzen hat die Fiskalpolitik der Euro-Länder demnach bis 2009 antizyklisch stabilisierend auf die Konjunkturbewegungen des Währungsgebietes eingewirkt.

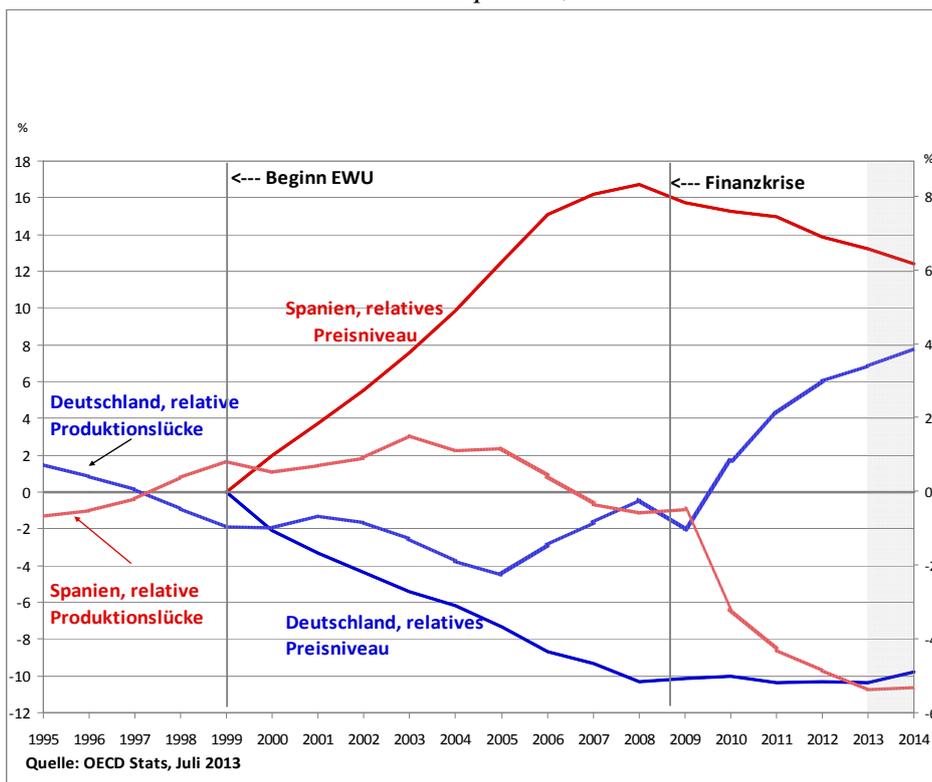
Dies änderte sich allerdings drastisch ab 2010. Die durch die Krise in allen Ländern angestiegene Staatsverschuldung, und ganz besonders die Schuldenkrise in der Peripherie der Eurozone, haben den Spardruck auf die öffentlichen Haushalte verschärft und die Regierungen zu einer teilweise rigorosen Konsolidierungspolitik veranlasst. So kam es, dass das zuvor recht zuverlässig antizyklische Verhalten der aggregierten Fiskalpolitik ausgerechnet dann in einen krass prozyklischen Kurs umschlug, als die Eurozone in die gravierendste konjunkturelle Schwächephase ihrer Geschichte eintrat und gleichzeitig die Geldpolitik nach dem Anschlag an der Zinsuntergrenze nur noch eingeschränkt handlungsfähig war.

2.2 Scharfe Gegensätze zwischen Kern und Peripherie

Das aggregierte Bild, das die Eurozone als ganzes bietet, verdeckt die scharfen Gegensätze in der Entwicklung der einzelnen Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone. Abbildung 2 illustriert die makroökonomischen Ungleichgewichte zwischen der Peripherie und dem Kern der Eurozone am Beispiel von Deutschland und Spanien. Dargestellt sind die zyklischen Positionen der beiden Länder im Verhältnis zueinander, gemessen durch die jeweilige Produktionslücke relativ zum Durchschnittswert der

Eurozone. Schon vor dem Beginn der Währungsunion befand sich Deutschland in einer ausgedehnten Phase der Abschwächung, in mancher Hinsicht noch eine Folgeerscheinung der Wiedervereinigung Deutschlands zehn Jahre zuvor (Gros 2010), derweil Spaniens Konjunktur mit dem absehbaren Beitritt zur Währungsunion bereits deutlich Fahrt aufnahm. Wiederum stellte in der Folge die Finanzkrise des Jahres 2008 eine eigentliche Wasserscheide dar: Vor der Krise war es die Peripherie der Eurozone, die boomte, während die Wachstumsdynamik in Deutschland und seinen Nachbarländern hinterher hinkte. Mit der Krise kippte das Konjunkturgefälle ins Gegenteil um: Die Peripherie stürzte in eine anhaltende Depression, während sich Kerneuropa nach dem anfänglichen Konjunkturreinbruch vergleichsweise besser erholte.

Abbildung 2
Makroökonomische Divergenz zwischen Kern und Peripherie:
Deutschland und Spanien, 1995-2014



Produktionslücke (Skala rechts) und Preisniveau (Skala links), jeweils relativ zum Durchschnitt der Eurozone, in %. Preisniveau: BIP-Deflator, ab 1999 (1999=100)
 Schattiert: Prognosewerte der OECD, Mai 2013

Wie aus Abbildung 2 ebenfalls ersichtlich wird, schlug sich das Konjunkturgefälle auch in einer entsprechenden Divergenz der Güterpreise nieder: In Spanien stiegen die Preise, hier gemessen durch den Deflator des Bruttoinlandsprodukts, deutlich schneller als im Durchschnitt der Eurozone, in Deutschland deutlich langsamer. Insgesamt öffnete sich zwischen den beiden Ländern in den zehn Jahren von 1999 bis 2008 eine Preisschere von fast 30%. Die hieraus resultierende Verzerrung der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit erschwert die Anpassungsprozesse in der Eurozone bis heute. Denn als mit der Krise von 2008 das Konjunkturgefälle kippte, kehrte zwar auch der Trend der relativen Preisentwicklung. Aber im Vergleich zur Preisdivergenz bis 2008 vollzieht sich die Preiskonvergenz seit 2009 trotz steilerem Konjunkturgefälle viel langsamer: Der Preisanstieg liegt in Deutschland kaum merklich über dem europäischen Durchschnitt, während in Spanien die Preisdifferenz gegenüber der Eurozone seit der Krise zwar schmilzt, aber deutlich langsamer, als sie sich in den zehn Jahren zuvor aufgebaut hat. Offensichtlich sind die Güterpreise im Boom leichter gestiegen, als sie jetzt in der Rezession fallen.

Die EZB hat kaum Handhabe, solchen Divergenzen entgegenzuwirken. Denn der geldpolitische Kurs, den sie einschlägt, ist allen Mitgliedsländern der Währungsunion gemein. Die einheitliche Geldpolitik trägt im Gegenteil zur makroökonomischen Divergenz bei, wenn unterschiedliche Inflationsraten im Verbund mit einem gemeinsamen nominalen Zinsniveau Realzinsdifferenziale erzeugen, die das Nachfragewachstum in den boomenden Ländern gegenüber den wachstumsschwächeren Ländern beschleunigen (Landmann 2011, 2012a). Erst mit den 2012 angekündigten „*Outright Monetary Transactions*“ hat die EZB ein Instrument entwickelt, mit dem sie unter bestimmten Bedingungen auf die innerhalb der Eurozone unterschiedlichen Risikoprämien Einfluss nehmen kann.

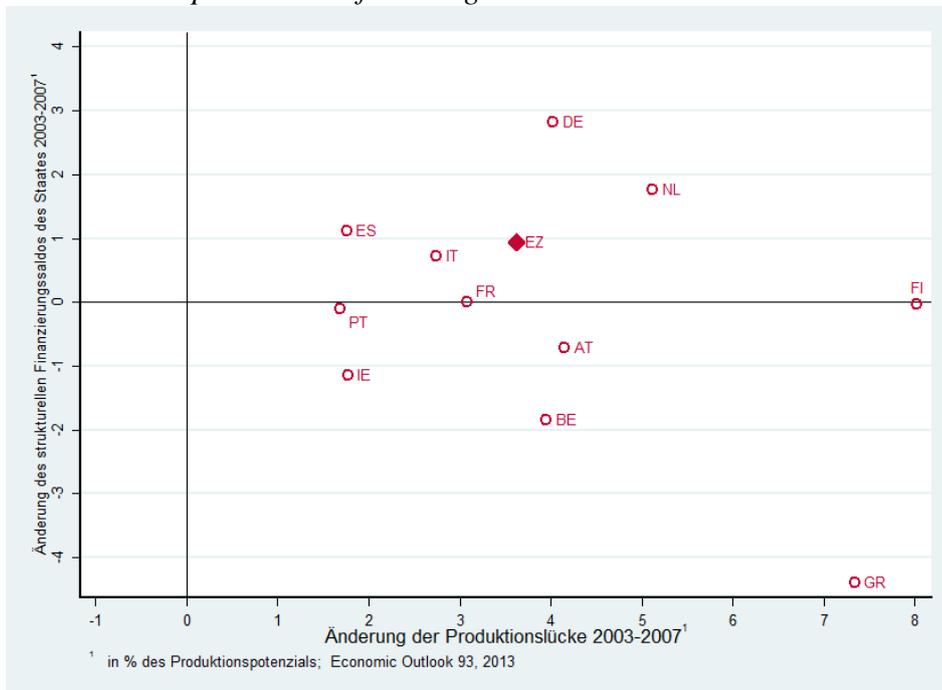
Ein näher liegender Ansatzpunkt zur Eindämmung divergierender makroökonomischer Entwicklungen innerhalb des Währungsraums ist die in der Verantwortung der nationalen Regierungen verbliebene Fiskalpolitik. Während Abbildung 2 oben gezeigt hat, wie sich die Fiskalpolitik der Euro-Länder in der Summe zur Konjunkturentwicklung der aggregierten Eurozone verhalten hat, geht es hier um die Frage, ob und wie die nationale Fiskalpolitik jeweils auf die konjunkturelle Lage der eigenen Volkswirtschaft Rücksicht genommen hat. Die bisherige Forschung

vermittelt hierzu kein eindeutiges Bild. Eine Studie von Huart (2013) findet ein tendenziell antizyklisches Verhalten der Fiskalpolitik. Schon etwas früher hatten Fatas/Mihov (2009) dagegen eher ein „milde“ prozyklisches Verhalten diagnostiziert. Beide Studien beziehen sich auf die diskretionären Maßnahmen der Fiskalpolitik. Kein Dissens besteht bezüglich der stabilisierenden Wirkung der automatischen Stabilisatoren, die ohne Zutun der Politik aus der Konjunktorempfindlichkeit der öffentlichen Haushalte resultieren.

Bei einer Inspektion der Daten erweist sich schnell, dass die Wahl des Betrachtungszeitraums für die Beurteilung des zyklischen Verhaltens der Fiskalpolitik von kritischer Bedeutung ist. Abbildung 3 beschreibt daher die Fiskalpolitik der einzelnen Euro-Länder für die Jahre 2003-2014 getrennt nach drei unterschiedlichen Konjunkturphasen: den Aufschwung von 2003-2007, den abrupten Konjunkturerinbruch von 2007-2009 und die darauf folgende Phase der sich hinziehenden konjunkturellen Schwäche von 2009-2014. Die Änderung des strukturellen Finanzierungssaldos der öffentlichen Haushalte als Indikator der Fiskalpolitik ist dabei jeweils der Änderung der Produktionslücke gegenübergestellt, die anzeigt, in welche Richtung sich die Konjunktur bewegt. Konkret sind die Grafiken wie folgt zu lesen: Positive Werte der horizontalen Achse zeigen eine Belebung der Konjunktur an, negative Werte eine Konjunkturabschwächung. Positive Werte der vertikalen Achse zeigen eine restriktive Fiskalpolitik an, negative Werte eine expansive Fiskalpolitik.

Der Aufschwung der Jahre 2003-2007 erfasste die ganze Eurozone, was in Abbildung 3a) daran zu erkennen ist, dass die Änderungen der Produktionslücken für alle Euro-Länder im positiven Bereich liegen. Der Beobachtungspunkt für die Eurozone insgesamt (EZ) liegt im ersten Quadranten und deutet somit auf eine für das Aggregat der Eurozone insgesamt antizyklische Fiskalpolitik hin - wie dies oben ja schon aus Abbildung 1 hervorgegangen war. Aber in Bezug auf die Fiskalpolitik der einzelnen Länder ist in Übereinstimmung mit den genannten empirischen Untersuchungen kein klares Muster zu erkennen: In einigen Ländern wirkten dem Betrage nach zunehmende strukturelle Haushaltssalden - d.h. fallende Defizite - konjunkturpolitisch stabilisierend, in anderen verschärfte eine expansive Fiskalpolitik die konjunkturelle Überhitzung. Krass prozyklisch verhielt sich damals allerdings nur Griechenland. Für alle anderen Länder trifft das verbreitete Vorurteil, dass die Europäische

Abbildung 3a
Fiskalpolitik im Aufschwung 2003-2007: kein klares Muster



Währungsunion durch eine undisziplinierte Finanzpolitik ihrer Mitglieder destabilisiert wurde, nicht zu.

Zwischen 2007 und 2009 stürzten die Euro-Länder in die Krise. Die Defizite der öffentlichen Haushalte schnellten dadurch in die Höhe. Abbildung 3b), in der alle Beobachtungspunkte im dritten Quadranten liegen, zeigt, dass die Regierungen nicht nur die automatischen Stabilisatoren wirken ließen, sondern auch diskretionär dem Konjunkturunbruch entgegenwirkten und dafür einen zusätzlichen Anstieg ihrer Verschuldung in Kauf nahmen - ein lehrbuchmäßig antizyklisches Verhalten.

Ganz anders das Bild nach 2009, als die Eurozone zu einer zaghaften Konjunkturerholung ansetzte, die aber alsbald wieder einer erneuten Abschwächung wich. Ungeachtet der anhaltenden wirtschaftlichen Schwäche war nun aber Schuldenabbau angesagt. Abbildung 3c) weist für alle Euro-Länder eine restriktive Fiskalpolitik aus, während sich, mit Ausnahme Deutschlands und Finnlands, gleichzeitig die konjunkturelle Unterauslastung verschärfte. Die robuste negative Korrelation zwischen

Abbildung 3b
Fiskalpolitik während der Krise 2007-2009: antizyklisch

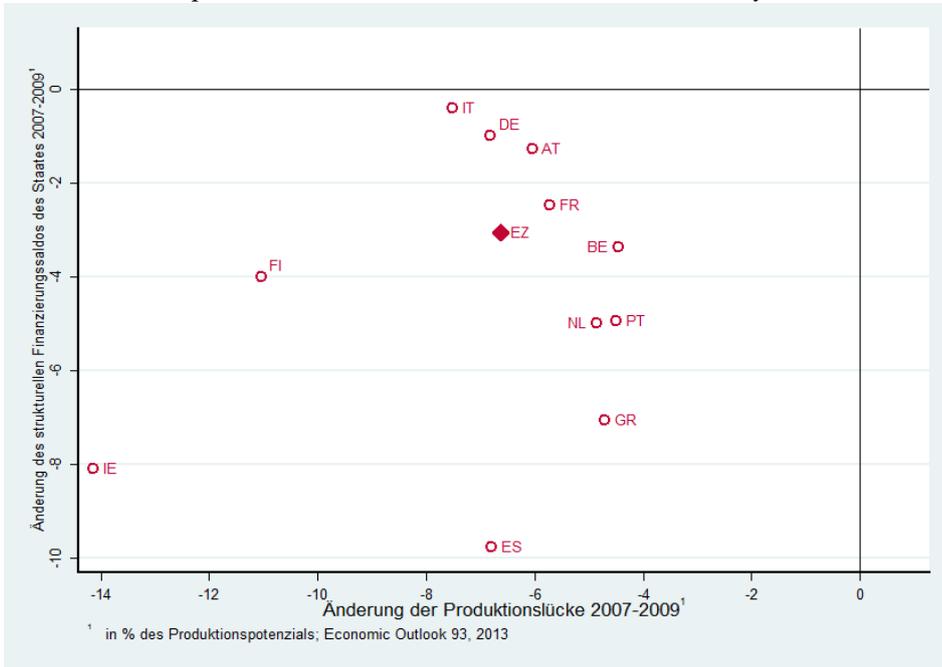
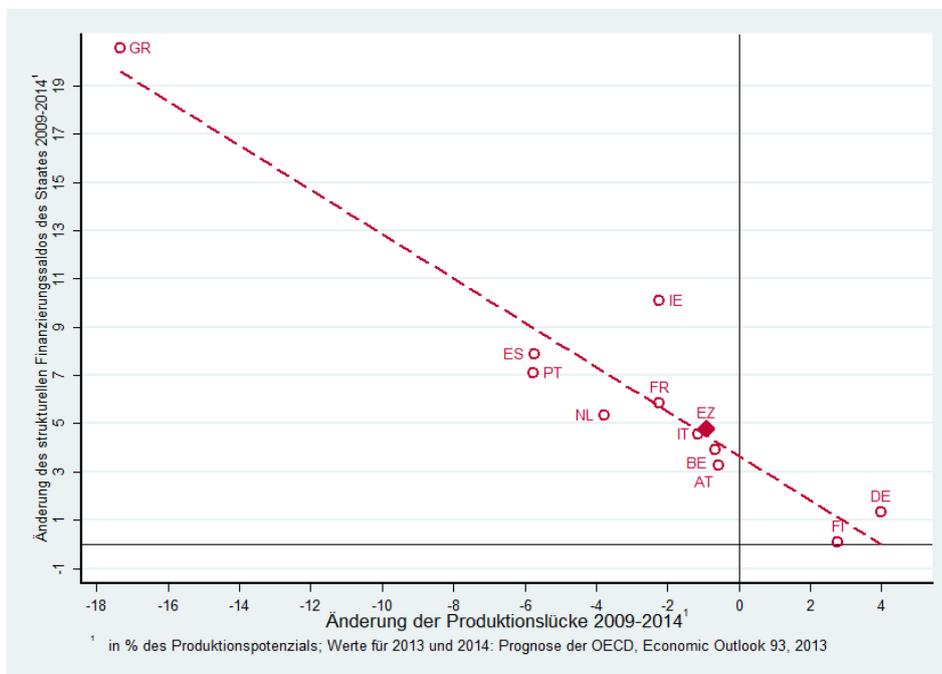


Abbildung 3c
Fiskalpolitik seit 2009: prozyklisch krisenverschärfend



den Änderungen der Produktionslücke und des strukturellen Finanzierungssaldos deutet darauf hin, dass die von der Krise am ärgsten gebeutelten Länder dem schärfsten Sparzwang unterliegen. Europas Krisenbewältigungsstrategie ist somit systematisch prozyklisch angelegt und wirkt auch auf eine Verschärfung des Konjunkturgefälles innerhalb des Währungsraums hin. Empirische Analysen lassen wenig Zweifel daran, dass die Haushaltskonsolidierung, die sich von 2009-2014 gesamteuropäisch auf immerhin 5% des Bruttoinlandsprodukts beläuft, maßgeblich zur anhaltenden Konjunkturschwäche Europas beiträgt (Holland 2012, De Grauwe/Ji 2013, In 't Veld 2013). Entgegen der Mär von der „expansiven Austerität“ wirkt Kontraktionspolitik tatsächlich kontraktiv.

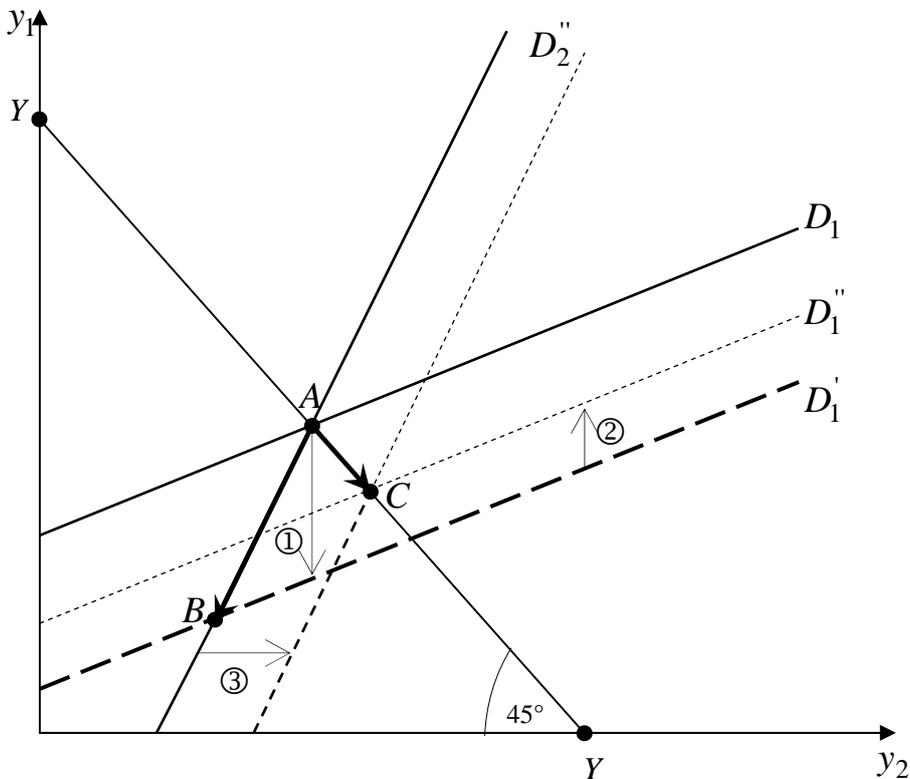
3. Die Diffusion von Nachfrageimpulsen in einer Währungsunion

Vor dem Hintergrund des oben beschriebenen empirischen Bildes stellt sich auf der theoretischen Ebene die Frage, wie dezentrale fiskalpolitische Impulse in einer Währungsunion wirken, wie sie miteinander interagieren, und vor allem auch, wie ihre Wirkungen durch das Verhalten der Geldpolitik konditioniert werden. Um einen intuitiven Zugang zu dieser Frage zu eröffnen, greift *Abbildung 4* auf ein ebenso einfaches wie altes Modell der monetären Aussenwirtschaftstheorie zurück, das zwar die Innovationen der modernen mikrofundierten Makroökonomik noch nicht enthält, dafür aber die Logik der Diffusion von Nachfrageimpulsen in einer Währungsunion plastisch vor Augen führt (Dornbusch 1980, Kapitel 3).

Das Modell reduziert die Komplexität der Multi-Länder-Interaktion auf das Format einer aus zwei Ländern oder Regionen bestehenden Währungsunion. Die Nachfrage nach den von Region 1 produzierten Gütern (y_1) nimmt mit steigender Wirtschaftsleistung von Region 2 (y_2) zu, da Region 2 mit steigendem Einkommen mehr aus Region 1 importiert. Dieser Zusammenhang wird in *Abbildung 4* durch die Funktion D_1 wiedergegeben. Spiegelbildlich, und aus denselben Gründen, wird die Güternachfrage der Region 2 mit steigender Wirtschaftsleistung von Region 1 verstärkt nachgefragt (Funktion D_2). Ein anfängliches Gleichgewicht, in dem die Wirtschaftsleistung jeder Region mit der von der

Wirtschaftsleistung der anderen Region abhängigen Güternachfrage übereinstimmt, stelle sich in Punkt A ein. Was geschieht nun, wenn die Regierung von Region 1 eine Sparpolitik einleitet und ihre Ausgaben verringert? Die Nachfragefunktion von Region 1 verlagert sich nach unten, von D_1 zu D_1' . Die Strecke ① zeigt an, um wie viel die Produktion in Region 1 (y_1) zurückginge, wenn man die Auswirkungen der Sparpolitik auf den Rest der Währungsunion (Region 2) vernachlässigt. In Wirklichkeit schlägt aber der Rückgang von y_1 auf Land 2 durch und führt dort ebenfalls zu einem Rückgang der Produktion. Unter Berücksichtigung aller Interdependenzen resultiert ein neues Gleichgewicht in Punkt B, in dem die Wirtschaftsleistung beider Regionen gefallen ist. Der Rückgang von y_2 ist der *Spillover*-Effekt, durch den die restriktive Fiskalpolitik von Region 1 auf Region 2 ausstrahlt.

Abbildung 4
Fiskalpolitik und geldpolitisches Regime



Die eben durchgeführte Analyse unterstellt, dass der *Spillover*-Effekt durch keinerlei Reaktion der Geldpolitik beeinflusst wird, sondern der von Region 1 ausgehende fiskalpolitische Impuls bei unverändertem Zinsniveau als einzige Veränderungskraft am Werk ist. Diese Annahme ist vernünftig für eine Situation der Liquiditätsfalle, in der das Zinsniveau an seiner Untergrenze angestoßen ist und die Geldpolitik somit ihre Traktion verloren hat, wie dies in der EWU seit 2009 weitgehend der Fall ist. Wenn jedoch die Zinsuntergrenze keine bindende Restriktion ist und die Zentralbank die Zinsanpassungen vornehmen kann, welche die Stabilität der Währungsunion als ganzer erfordert, verändert sich die *Spillover*-Logik grundlegend. Die moderne Theorie der Geldpolitik unterstellt, dass die Zentralbank ihre Präferenzen für eine niedrige und stabile Inflationsrate bzw. für eine möglichst stabile Konjunktorentwicklung gegeneinander austariert und hierfür ihren Leitzins entsprechend anpasst (Clarida/Gali/Gertler 1999; Romer 2012, Kap. 10). Was immer die präferierte Kombination von Produktion und Inflationsrate zu einem gegebenen Zeitpunkt ist, sie ändert sich nicht, wenn der Gütermarkt nachfrageseitigen Störimpulsen aus dem privaten oder öffentlichen Sektor ausgesetzt ist. Vielmehr beinhaltet die optimale Strategie, dass die Zentralbank die Wirkung solcher Störimpulse durch geeignete Variation des Zinses neutralisiert und die Produktion so auf dem gewünschten Kurs hält (Clarida/Gali/Gertler 1999, Resultat 4, S. 1674). Wenn die Offenheit der Währungsunion nach außen mit berücksichtigt wird, konditioniert die Zentralbank die *Spillover*-Effekte nicht nur direkt durch ihre Zinspolitik, sondern auch indirekt über den Wechselkurs (Cwik/Wieland 2011).

Angewandt auf den in Abbildung 4 dargestellten kontraktiven Impuls, der von der Haushaltskonsolidierung in Region 1 ausgeht, bedeutet dieses Ergebnis, dass die Zentralbank den Rückgang der Produktion beider Regionen im Übergang von Punkt A zu Punkt B nicht hinnimmt. Da sie sich an der makroökonomischen Lage des gesamten Währungsgebietes orientiert, und nicht an derjenigen einer bestimmten Teilregion, richtet sie ihre Strategie an der aggregierten Produktion beider Regionen aus. Stand die makroökonomische Lage der Währungsunion in Punkt A im Einklang mit der Strategie der Zentralbank, wird diese bestrebt sein, das aggregierte Produktionsniveau auf dem dort erreichten Niveau zu halten.

Die Bedingung einer gegenüber Punkt A unveränderten aggregierten Produktion der Währungsunion wird in Abbildung 4 durch die Gerade YY wiedergegeben. Da Punkt B unterhalb der YY-Linie liegt, reagiert die Geldpolitik auf den kontraktiven Fiskalimpuls mit einer nachfragestimulierenden Zinssenkung, um die Binnennachfrage des Währungsgebietes möglichst stabil zu halten. Die Zinssenkung wirkt auf die Nachfrage beider Regionen und verschiebt daher in Abbildung 4 sowohl die D_1 -Kurve nach oben als auch die D_2 -Kurve nach rechts. Die Lockerung der Geldpolitik führt zwar nicht nach Punkt A zurück, aber was die Zentralbank anstrebt, ist nicht unbedingt Punkt A, sondern ein Gleichgewicht, das wie Punkt A auf der YY-Linie liegt. Ein solches kommt in Punkt C zustande, wenn sich die D_1 -Kurve um die Strecke ② von D_1' nach D_1'' und die D_2 -Kurve um die Strecke ③ von D_2 nach D_2'' verschoben hat.

Der Vergleich von Punkt C mit Punkt B zeigt, dass sich die Wirkungen eines fiskalpolitischen Impulses fundamental unterscheiden, je nachdem, ob die Geldpolitik greift und die für den Währungsraum insgesamt optimale Strategie umsetzen kann, oder ob sie dies, wie eben in einer Liquiditätsfalle, nicht kann. Im Vergleich zum Szenario der Liquiditätsfalle bewirkt die induzierte Reaktion der Zentralbank, wenn diese in ihrem zinspolitischen Spielraum nicht eingeschränkt ist,

1. dass „der Multiplikator“, also die negative Wirkung einer Haushaltskonsolidierung auf die Produktion der konsolidierenden Region, zwar bestehen bleibt, aber abgeschwächt wird;
2. dass eine Änderung der Binnennachfrage in einem Region die Gesamtnachfrage des Währungsraums nicht verändert, sondern nur zwischen den Regionen umverteilt;
3. dass der *Spillover*-Effekt auf andere Länder nicht positiv, sondern negativ ist. Die Sparpolitik in Region 1 zieht mithin die Produktion von Region 2 nicht mit nach unten, sondern unter dem Strich erfährt Region 2 sogar eine Belebung ihrer Konjunktur.

Es bestätigt sich zunächst das in der Forschung vielfach etablierte Ergebnis, dass die Fiskalpolitik in einer Liquiditätsfalle ganz anders wirkt, als wenn die Geldpolitik Traktion besitzt (Eggertson 2010, Woodford 2011). Darüber hinaus zeigt sich hier, dass dasselbe auch für die *Spillo-*

vers der Fiskalpolitik in einer Währungsunion gilt. Damit verändert sich auch die Logik des fiskalpolitischen Koordinationsbedarfs.

Alle genannten Ergebnisse gelten sinngemäß für expansive Impulse und für Impulse, die ihren Ursprung nicht im Staatssektor, sondern im privaten Sektor haben. Vor allem die inverse Transmission von Nachfrageimpulsen in einer Währungsunion (Punkt 3) ist ein weithin unverstandenes Ergebnis. Denn es widerspricht der partialanalytischen Intuition, die von der einfachen Theorie des Außenhandelsmultiplikators nahe gelegt wird, wenn man die endogene Reaktion der Geldpolitik ausblendet. Vielfach wird etwa behauptet, der Boom der Binnennachfrage, der das Wachstum in der Peripherie der EWU nach 1999 beflügelte, sei auch ein Wachstumsmotor für jene Länder wie Deutschland gewesen, deren Binnennachfrage sich damals eher schleppend entwickelte. Diese Behauptung lässt sich im Lichte der obigen Analyse nicht halten.

4. Der Koordinationsbedarf der Fiskalpolitik in einer Währungsunion

Im Vertrag von Maastricht und im späteren Stabilitäts- und Wachstumspakt spielt der Gedanke, dass die Fiskalpolitik für die Aufrechterhaltung der konjunkturellen Stabilität benötigt werden könnte, eine untergeordnete Rolle. Einzig die Klausel, die ein Land im Falle eines gravierenden Rückgangs des Bruttoinlandsprodukts vorübergehend von der Einhaltung des Defizitkriteriums entbindet, erlaubt unter restriktiv gefassten Bedingungen wenigstens die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen. Ansatzpunkte für eine aktiv antizyklische Rolle der Fiskalpolitik finden sich darüber hinaus nicht - keynesianisches Raisonement war schlicht nicht *en vogue*, als die Fundamente der Europäischen Währungsunion gelegt wurden.

Dass die Währungsunion ein Opfer - geschweige denn eine Quelle - asymmetrischer Schocks werden könnte, wurde bei ihrer Planung und Gründung nicht als ein bedrohliches Risiko wahrgenommen. Im Gegenteil: Man erblickte in ihr die Lösung für das Problem, dass die unkoordinierten Aktionen unabhängiger Zentralbanken seit dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods in Europa wiederholt für

erhebliche monetäre Instabilität und makroökonomische Divergenzen gesorgt hatten. Maßgebende Entscheidungsträger waren überdies der Überzeugung, dass die Vollendung des Europäischen Binnenmarktes und die mit ihr einhergehende Flexibilisierung der Märkte Europa zu einem optimalen Währungsraum machen würden, in dem alle Seiten an stabilen Wechselkursen interessiert sein müssten (James 2012, S. 252). Dazu kam, dass die aus den 1960er Jahren stammende Theorie des optimalen Währungsraums, die geeignet gewesen wäre, ein Bewusstsein für die Wünschbarkeit einer antizyklischen Fiskalpolitik zu schaffen, den Geist gerade jener keynesianischen Theorie atmete, die damals weithin als diskreditiert wahrgenommen wurde.

Selbst wenn man die Notwendigkeit einer aktiv antizyklischen Fiskalpolitik bejaht, impliziert dies, für sich genommen, noch nicht, dass eine solche Politik auf europäischer Ebene koordinationsbedürftig ist. Genügt es nicht, wenn jedes Mitglied der Währungsunion die ihm auch nach Verlust seiner Währung noch verbliebenen Instrumente dazu einsetzt, die Störungen zu bekämpfen, denen es ausgesetzt ist? Eine Antwort auf diese Frage gibt die Theorie der internationalen Politikkoordination, die auf eine lange Forschungstradition zurückblickt (vgl. z.B. Hamada 1976), und die wiederholt auch auf die Koordination der Fiskalpolitik in der Europäischen Währungsunion angewandt wurde (z.B. von Uhlig 2003). Diese Theorie identifiziert einen Katalog von Kriterien, die erfüllt sein müssen, wenn international koordinierte Politik bessere Ergebnisse zeitigen soll als dezentralisierte Entscheidungsprozesse. Im Kern handelt es sich dabei um Bedingungen, unter denen die von der individuellen Rationalität der nationalen Regierungen geleiteten Entscheidungen in Konflikt mit der kollektiven Rationalität der ganzen Staatengemeinschaft geraten. Konkret:

1. Die Politik muss grenzüberschreitende *Spillovers* erzeugen, durch die eine internationale Interdependenz der Wirkungen entsteht. Frühe empirische Studien bezogen sich auf die Interdependenz der drei großen Wirtschaftsräume USA, Europa und Japan und kamen überwiegend zum Ergebnis, dass die *Spillovers* zu gering sind, um nennenswerte Vorteile einer internationalen Politikkoordination zu erzeugen. Neuere Befunde für die Währungsräume USA und EWU sprechen dagegen für eine erhebliche Größenordnung der

Spillovers zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten (Holland 2012, Carlino/Inman 2013, In 't Veld 2013) und lassen das Potenzial für Koordinationsgewinne entsprechend größer erscheinen.

2. Die Politik muss mit Zielkonflikten konfrontiert sein, für deren Lösung sie keine ausreichende Zahl von Instrumenten besitzt, und die sie daher bei ihren Entscheidungen gegeneinander austarieren muss. Wäre die makroökonomische Stabilisierung der Gesamtnachfrage das einzige, was die Fiskalpolitik anstrebt, hätten *Spillovers* keine weiteren Konsequenzen, als dass sie bei der Dosierung des Instrumenteneinsatzes einkalkuliert werden müssten. In Wirklichkeit steht die Fiskalpolitik aber in einem Spannungsfeld vielfältiger politischer Interessen und Ziele, die neben der konjunkturellen Stabilität insbesondere auch die Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung umfasst. Unter diesen Bedingungen treiben *Spillovers* einen Keil zwischen die individuelle und die kollektive Rationalität der Regierungen, weil sie die Abwägung zwischen konkurrierenden Zielen verzerren.
3. Die Entscheidungsträger müssen die relevanten Wirkungszusammenhänge zwischen Instrumenten und Zielen korrekt und einvernehmlich diagnostizieren. Sonst ist Chaos programmiert (Frankel/Rockett 1988).

Der Koordinationsbedarf der Fiskalpolitik lässt sich am besten mit dem durchaus realistischen Szenario illustrieren, dass die Regierungen neben der antizyklischen Stabilisierung der Volkswirtschaft auch die Staatsverschuldung im Auge behalten und daher je nach Gewichtung der Ziele Kompromisse eingehen müssen. Erneut spielt hier der Einfluss des geldpolitischen Handlungsrahmens auf die Wirkungszusammenhänge eine zentrale Rolle für die Analyse.

4.1 Die fiskalpolitische Koordinationslogik bei uneingeschränktem Handlungsspielraum der Zentralbank

Wenn die Zentralbank in ihrem geldpolitischen Handlungsspielraum nicht eingeschränkt ist, kann sie sich um die makroökonomische Stabilität der Währungsunion insgesamt kümmern. Sie steuert die Währungsunion durch geeignete Wahl des Zinsniveaus möglichst eng entlang dem

makroökonomischen Pfad, der mit ihren Stabilitätszielen konsistent ist. Entsprechend reagiert sie auf jegliche Schocks, welche die Währungsunion als ganze betreffen. Unter diesen Voraussetzungen hat die Fiskalpolitik der einzelnen Mitgliedsländer, wie oben beschrieben, keinen Einfluss auf den aggregativen makroökonomischen Zustand der Währungsunion. Dagegen bewirken asymmetrische Schocks in den einzelnen Ländern oder Regionen Abweichungen vom durchschnittlichen Verhalten der Währungsunion. Diese Abweichungen sind es, auf welche die Fiskalpolitik der nationalen Regierungen einwirken kann. Die Geldpolitik ihrerseits, welche die makroökonomische Entwicklung der Währungsunion insgesamt auf Kurs hält, besitzt keinen Einfluss auf die regionalen Asymmetrien. Unter diesen Bedingungen rufen asymmetrische Schocks in den einzelnen Mitgliedsländern Reaktionen entgegengesetzten Vorzeichens hervor. Was in einem Teil des Währungsraums expansiv wirkt, wirkt im übrigen Währungsraum kontraktiv. Dies gilt, wie im vorangegangenen Abschnitt deutlich geworden ist, auch für die Fiskalpolitik eines Landes.

Wird nun etwa eine Region A der Währungsunion von einem kontraktiven asymmetrischen Schock getroffen, wird die Fiskalpolitik dort mit einer expansiveren Einstellung reagieren. Da derselbe Schock im Rest der Währungsunion (Region B) expansiv wirken muss, wird die Fiskalpolitik dort im Gegenzug restriktiver. In beiden Fällen wird die Fiskalpolitik aber den asymmetrischen Schock nicht vollständig neutralisieren, denn sie muss ja auch noch auf andere Ziele Rücksicht nehmen. Weil der Schock in den beiden Regionen der Währungsunion in gegensätzliche Richtungen wirkt und die *Spillovers* der Fiskalpolitik unter diesen Bedingungen ein negatives Vorzeichen aufweisen, dämpft die fiskalpolitische Reaktion in Region A nicht nur die Rezession in der eigenen Region, sondern auch den unerwünschten Nachfrageanstieg in Region B. Umgekehrt bremst die kontraktive Reaktion der Fiskalpolitik in Region B nicht nur den eigenen Boom, sondern unterstützt auch die Bekämpfung der Rezession in Region A.

Allgemein gilt somit, dass die antizyklische fiskalpolitische Reaktion einer Regierung auf einen asymmetrischen Schock über ihre eigene Region hinaus auch auf den Rest der Währungsunion stabilisierend wirkt: Die inverse Transmission der Fiskalpolitik erzeugt *positive* externe Effekte. Dies bedeutet aber auch, dass die Anreize zum antizyklischen

Einsatz der Fiskalpolitik für jede einzelne Regierung zu schwach sind. Denn sie hat ja keine Veranlassung, die von ihr erzeugten externen Effekte in ihrem Kalkül zu berücksichtigen. Das Ergebnis ist eine Ineffizienz, die nur durch eine internationale Koordination der Fiskalpolitik behoben werden kann. Eine koordinierte Politik würde die externen Effekte internalisieren, eine stärker antizyklische Ausrichtung der Fiskalpolitik bewirken und den Regierungen dadurch nicht zuletzt auch das Erreichen ihrer Haushaltsziele erleichtern.

Angewandt auf die Entwicklung der EWU, wirft diese Analyse Licht auf die Frage, warum es die Politik in den Jahren nach 1999, als die boomende Peripherie und der stagnierende Kern der EWU auseinander drifteten, verpasst hat, den zunehmenden inneren Ungleichgewichten der Eurozone entgegenzuwirken. Hätte die Peripherie der Eurozone ihrem Binnenboom damals mit einer restriktiveren Haushaltspolitik energisch gegengesteuert, hätte sie damit nicht nur für sich selbst mehr Stabilität gewonnen, sondern wegen der inversen Transmission auch die Konjunktur im stagnierenden Kern der EWU gestützt. Umgekehrt hätte eine expansivere Fiskalpolitik im Kern die EZB zu einer vorsichtigeren Gangart veranlasst und dadurch eine Bremswirkung auf die Peripherie ausgeübt. Angesichts des unterschiedlichen Gewichts von Kern und Peripherie wären diese Effekte natürlich nicht symmetrisch ausgefallen.

Das Problem war nicht nur - und vielleicht nicht einmal in erster Linie - die fehlende Koordination der Fiskalpolitik. Sondern das Problem war, dass die Scheuklappen des Stabilitäts- und Wachstumspakts den Regierungen den Blick auf die stabilisierungspolitischen Notwendigkeiten verstellten. Aufgrund ihrer einseitigen Fokussierung auf die Begrenzung der Staatsverschuldung vermittelten die fiskalpolitischen Spielregeln der EWU den Regierungen falsche Handlungsanreize: In der Peripherie ließ der Boom die Verschuldungsindikatoren besser aussehen und die Verantwortlichen daher irrtümlich glauben, die Finanzpolitik sei „solide“ genug. Der Kern der Eurozone sah sich dagegen aufgrund seines niedrigeren Wachstums unter Druck, seine Haushaltsdefizite prozyklisch zu senken - was Deutschland und Frankreich allerdings nicht daran hinderte, den Stabilitätspakt zeitweilig zu verletzen. Hätte die kollektive makroökonomische Rationalität der EWU damals eine Stimme gehabt, hätte sie koordinierend eingegriffen und in den boomenden wie in den stagnierenden Teilen des Währungsraums für eine antizyklische Fiskal-

politik gesorgt. Dadurch wäre der Aufbau der Spannungen, die sich später in der Eurokrise entluden, wenn nicht gerade verhindert, so doch gebremst worden.

4.2 Die fiskalpolitische Koordinationslogik in einer Liquiditätsfalle

Ganz anders stellt sich die Koordinationslogik dar, wenn die Währungsunion in eine schwere Rezession gerät, in der die Geldpolitik nach Erreichen der Zinsuntergrenze ihre Fähigkeit einbüsst, die Güternachfrage weiter zu beleben. Durch die Rezession brechen in den öffentlichen Haushalten Einnahmen weg, und die einzelnen Regierungen befinden sich in dem Dilemma, dass eine stabilisierende keynesianische Expansionspolitik die Fehlbeträge in den Haushalten zusätzlich vergrößert, während umgekehrt eine Sparpolitik die Rezession verschärft. Auch hier wieder kommt es durch *Spillovers* zu einem Externalitätenproblem, das die Handlungsanreize verzerrt. Die Transmission eines fiskalpolitischen Impulses weist nun ja ein positives Vorzeichen auf, wie oben durch Pfeil AB in Abbildung 4 veranschaulicht. Dies bedeutet, dass ein Teil des kontraktiven Effekts, den eine Regierung mit ihrer Sparpolitik erzeugt, ins Ausland exportiert wird. Dieselben Maßnahmen, die im Inland den Haushalt verbessern, wirken im Ausland mithin rezessionsverschärfend und erschweren dadurch die Haushaltskonsolidierung.

Wiederum gilt, dass die einzelne Regierung keinen Anreiz verspürt, diesen externen Effekt in ihr Kalkül einzubeziehen. Sie verfolgt somit einen restriktiveren Kurs, als eine auf der Ebene der Währungsunion koordinierte Politik im kollektiven Interesse aller nahe legen würde. Ohne eine koordinierende Instanz wird die Fiskalpolitik für jedes Land, und damit auch für die ganze Währungsunion, in Richtung einer prozyklischen Krisenverschärfung verzerrt. Wichtig dabei: Das Argument ist nicht, dass die Regierungen die Krisenbekämpfung im Verhältnis zur Haushaltskonsolidierung falsch gewichten, sondern dass sie, wenn sie unkoordiniert handeln, die *Spillovers* vernachlässigen, die sie erzeugen. Für jede gegebene Gewichtung der konkurrierenden Ziele führen daher die individuell rationalen Sparbemühungen in der Summe zu einer kollektiv irrationalen, übermäßig kontraktiven Fiskalpolitik. Die Rezession wird viel heftiger, und die Sparerfolge fallen viel bescheidener aus als

eigentlich geplant. Die Politik wird vom Keynes'schen Sparparadoxon eingeholt.

Diese Analyse ist von unmittelbarer Relevanz für das Verständnis des stramm prozyklischen Verhaltens, das die Fiskalpolitik in der EWU seit 2009 an den Tag gelegt hat (vgl. oben, Abbildung 3c). Die Kontraktionseffekte der allenthalben betriebenen Sparpolitik schaukeln sich wegen der *Spillovers* gegenseitig auf - was dazu beiträgt, dass die angestrebten Sparziele regelmäßig verfehlt werden.

Empirisch spricht vieles dafür, dass die Interaktionseffekte quantitativ bedeutend sind. Eine Studie von Holland (2012) kommt mit Hilfe des Multi-Länder-Modells des *National Institute of Economic and Social Research* zum Ergebnis, dass die kontraktiven Fiskalimpulse aller Euroländer zusammengenommen in den Jahren 2011-2013 das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone um 4% gesenkt haben - was gerade etwa der von der OECD für 2013 geschätzten Produktionslücke entspricht. Die *Spillover*-Effekte tragen im Durchschnitt 2 Prozentpunkte zu dieser Outputkontraktion bei. Entsprechend fallen die Rückwirkungen auf die öffentlichen Haushalte ins Gewicht. Am extremsten liegt der Fall Griechenlands: Dort haben eigene Sparmaßnahmen im Umfang von 10% des Bruttoinlandsprodukts, zusammen mit den *Spillover*-Effekten der Sparpolitik anderer EU-Länder, die Wirtschaftsleistung von 2011 bis 2013 um 13% gedrückt, aber gerade deswegen den Haushalt nur um 2% des Bruttoinlandsprodukts entlastet. Auch wenn sich für andere Länder weniger dramatische Größenordnungen ergeben, ist der Schluss unausweichlich, dass eine koordinierte Fiskalpolitik, die den *Spillovers* Rechnung getragen hätte, eine wesentlich mildere Rezession bei nur unwesentlich höheren Haushaltsdefiziten erzeugt hätte.

5. Fazit: Europas fiskalpolitisches Koordinationsdefizit

Die Botschaft der obigen Analyse lässt sich einfach zusammenfassen: Die Fiskalpolitik hat in der Eurozone die Aufgabe der antizyklischen Stabilisierung - mit Ausnahme eines kurzen Intermezzos in der Krise 2008/09, als sie sich dem Produktionseinbruch mit expansiven Konjunkturprogrammen entgegenstemmte - weitgehend vernachlässigt. In der

Phase der makroökonomischen Divergenz der Eurozone bis 2007 hat sie es versäumt, den wachsenden Ungleichgewichten entgegenzuwirken, und in der Phase der sich vertiefenden Rezession nach 2009 hat sie sowohl in den einzelnen Ländern als auch in der Eurozone insgesamt prozyklisch krisenverschärfend gewirkt. In beiden Fällen hätte eine Koordination der Fiskalpolitik auf gesamteuropäischer Ebene das antizyklische Moment stärken und dadurch den Schaden in Grenzen halten können. Vor der Krise hätte die Koordination die einzelnen Länder dazu bringen müssen, die *positiven* externen Effekte eines antizyklischen Verhaltens zu internalisieren. Nach 2009 hingegen wäre es darum gegangen, die *negativen* externen Effekte der kontraktiven Sparpolitik zu internalisieren.

Dieses Politikversagen ist die Konsequenz eines mangelhaften institutionellen Designs der Währungsunion. Die Fiskalverfassung des Maastrichter Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts richtet ihr Augenmerk eindimensional auf die Begrenzung der Staatsverschuldung und auf den Ausschluss der gemeinschaftlichen Haftung für nationale Schulden. Mit diesem Fokus ist sie auf der ganzen Linie gescheitert: Die Nichtbeistandsklausel wurde bei der ersten ernsthaften Belastungsprobe geschleift, die Staatsverschuldung liegt heute in den meisten Ländern weit jenseits der angestrebten 60%-Grenze; und schließlich haben die Verschuldungsgrenzen, wie oben dargelegt, dazu beigetragen, dass die Politik den fiskalpolitischen Handlungs- und Koordinationsbedarf weder in den Boomjahren bis 2007 noch in den Rezessionsjahren seit 2009 korrekt diagnostiziert hat. Ob die in der Zwischenzeit vorgenommenen Reformen der Fiskalverfassung („Fiscal Compact“) in dieser Hinsicht eine wesentliche Verbesserung darstellen, erscheint zweifelhaft.

Ob die Einsetzung einer koordinierenden Instanz tatsächlich zu besseren Ergebnissen geführt hätte, ist nicht klar. Denn wie oben in Abschnitt 4 ausgeführt, kann die Politikkoordination nur dann Nutzen stiften, wenn ihr eine korrekte Einschätzung der Wirkungszusammenhänge zugrunde liegt. Ob diese Voraussetzung in Europa erfüllt ist, scheint zweifelhaft, wenn sich führende europäische Politiker nach Jahren anhaltender Rezession - und entgegen sich verdichtender Evidenz (z.B. Blanchard/Leigh 2013) - immer noch überzeugt geben, kontraktive Haushaltskonsolidierung wirke nicht kontraktiv, sondern sei der Schlüssel zu mehr Wachstum. Könnte ein noch so intelligentes Verkehrsleitsystem das Verkehrs-

chaos einer Großstadt beheben, wenn sich die Fahrzeuglenker über die Wirkungsweise von Brems- und Gaspedal nicht im Klaren sind?

Die europäische Fiskalpolitik der letzten Jahre bestand aus dem Versuch nationaler Regierungen, auf ihre je eigenen wirtschaftlichen Gegebenheiten fokussiert, ihre öffentliche Verschuldung mitten in einer anhaltenden Rezession zurückzuführen. Das Ergebnis war eine kumulative Verschärfung der Rezession und ein fortgesetzter Anstieg der Schuldenquoten. Die Europäische Währungsunion zahlt teuer dafür, dass ihrer Fiskalpolitik ein Advokat der kollektiven makroökonomischen Rationalität fehlt.

Literatur

- Blanchard, Olivier und Daniel Leigh (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers," *IMF Working Paper No. 13/1*. Januar.
- Carlino, Gerald und Robert Inman (2013): Local Deficits and Local Jobs: Can US States Stabilize Their Own Economies? *NBER Working Paper No. 18930*.
- Clarida, Richard, Jordi Galí und Mark Gertler (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37, 1999, 1661-1707.
- Cwik, Tobias und Volker Wieland (2011): Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area, *Economic Policy*, 26, 493-549.
- De Grauwe, Paul und Yuemei Ji (2013): Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications, *voxeu.org*, 21. Februar, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>.
- Dornbusch, Rudiger (1980): *Open Economy Macroeconomics*, New York.
- EEAG (2011): *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, München.
- EEAG (2013): *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, München.
- Eggertsson, Gauti (2010): What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates? *NBER Macroeconomics Annual 2010*, 59-112.
- Eichengreen, Barry (1990): One Money for Europe? Lessons of the U.S. Currency Union, *Economic Policy*, 10, 118-166.
- Fatas, Antonio und Ilian Mihov (2009): The Euro and Fiscal Policy, in Alberto Alesina und Francesco Giavazzi (Hg.): *Europe and the Euro*, Chicago, 287-324.
- Frankel, Jeffrey und Katherine Rockett (1988): International Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model, *American Economic Review*, 78, 318-340.

- Gros, Daniel (2010): The Long shadow of the Fall of the Wall, *voxeu.org*, 17. Juni, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5191>.
- Hamada, Koichi (1976): Strategic Analysis of Monetary Interdependence, *Journal of Political Economy*, 84, 667-700.
- Huart, Florence (2013): Is Fiscal Policy Procyclical in the Eurozone? *German Economic Review*, 14, 73-88.
- Holland, Dawn (2012): Less Austerity, More Growth? *NIESR Discussion Paper No. 400*. London.
- In't Veld, Jan (2013): Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core, *European Economy, Economic Papers* 506, Oktober.
- James, Harold (2012): *Making the Monetary Union*. Cambridge.
- Krugman, Paul (2013): Revenge of the Optimum Currency Area, in Daron Acemoglu, Jonathan Parker, Michael Woddford (Hg.): *NBER Macroeconomics Annual 2012*, Vol. 27, 439-448.
- Landmann, Oliver (2011): On the Macroeconomics of European Divergence, *CESifo Forum*, 12, Issue 2, 19-25.
- Landmann, Oliver (2012a): Rotating Slumps in a Monetary Union, *Open Economies Review*, 23, 303-317.
- Landmann, Oliver (2012b): Die Krise der Europäischen Währungsunion, in Martin Held et al. (Hg.): *Normative und Institutionelle Grundfragen der Ökonomik, Jahrbuch 11, "Lehren aus der Krise für die Makroökonomik"*, Marburg, S. 259-281.
- OECD (2013): *Economic Outlook*, Nr. 13, Mai.
- Polito, Vito und Michael Wickens (2013): How the Euro Crisis Evolved and How to Avoid Another: EMU, Fiscal Policy and Credit Ratings, *CEPR Discussion Paper No. 9521*, Juni.
- Romer, David (2012): *Advanced Macroeconomics*, New York.
- Sala-i-Martin, Xavier und Jeffrey Sachs (1992): Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States", in Matthew Canzoneri, Vittorio Grilli und Paul Masson (Hg.): *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the United States*, Cambridge, 195-219.
- Uhlig, Harald (2003): One money, but many fiscal policies in Europe: what are the consequences? in Mario Buti (Hg.): *Monetary and Fiscal Policies in EMU*, Cambridge, 29-56.
- Woodford, Michael (2011): Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3, 1-35.