

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

**Sieben Jahre Währungsunion:
Erwartungen und Realität**

Joachim Starbatty

Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 308
November 2006

Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstrasse 36, D-72074 Tübingen

Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität

Joachim Starbatty

Summary: In this article assumptions and forecasts of contradictory manifestos of economists – Euro-sceptics versus Euro-optimists – are confronted with reality. Some of the major findings are: (1) The convergence criteria were not applied exactly and strictly as politicians have postulated in advance but loosely and laxly; especially bigger member countries have joined the European Monetary Union (EMU) bearing a huge financial burden. (2) The good reputation of the European Central Bank (ECB) is not based on its policy; the reason for almost achieving price stability is mainly due to the modest demands of trade unions especially in Germany. (3) A comparison of the inflation rates in the EMU shows that they now differ a lot more than in the beginning; it points out the fundamental problem of the ECB: one size does not fit all. (5) Since the exchange rates cannot compensate different productivity levels labour markets have to function as shock absorbers; but the development of unit labour costs shows an increasing gap of international competitiveness between the member countries. (6) The conclusion: EMU is and remains fragile.

Vorbemerkung: Vom Euro werden verschiedene Geschichten erzählt. Entscheidend ist das theoretische und wohl auch das politische Vorverständnis. Beispiele dafür sind die beiden Manifeste der Euro-Skeptiker (11. Mai 1992 und 9. Februar 1998) – genau genommen müsste man von Skeptikern bezüglich des vertraglich vereinbarten Beginns der Währungsunion sprechen – und das Manifest der Euro-Optimisten (August 1997). Sie werden hier nach den jeweils federführenden Initiatoren, Renate Ohr und Peter Bofinger, als MF Ohr I bzw. MF Ohr II und als MF Bofinger zitiert. Die Euro-Skeptiker plädierten dafür, den Beginn der Europäischen Währungsunion zu verschieben; sie sahen in der „überhasteten Einführung“ eine „politische Zerreißprobe“ auf die Europäische Union (EU) zukommen, die das Integrationsziel insgesamt gefährde (MF Ohr I, Tz. 10). Demgegenüber konnten die Euro-Optimisten keinen vernünftigen Grund für eine Verschiebung sehen (MF Bofinger, Tz. 9). In zehn Thesen sollen die Erwartungen mit der Realität konfrontiert werden. Dabei orientieren wir uns in aller Regel an den erwähnten Manifesten. Sie sind im Anhang abgedruckt.

Erste These: Die Konvergenzkriterien wurden weit und lax ausgelegt

Die Eurobefürworter weisen auf die sinkenden Informations- und Transaktionskosten der Währungsunion hin (MF Bofinger Tz. 2). Dieser Vorteil – wie auch andere Vorteile einer Währungsunion – ist unbestreitbar. Im Sinne dieses Arguments wäre es am günstigsten, wenn wir in der Welt nur eine Zentralbank und ein gemeinsames Geld hätten. Dem steht aber der Umstand entgegen, daß die wirtschaftliche Entwicklung weltweit unterschiedlich verläuft und dass die nationalen Regierungen verschiedene Ziele verfolgen, die sich immer wieder in Auf- und Abwertungen als Ausweis der Qualität nationaler Politik niederschlagen. Dies galt grundsätzlich auch für die Kandidaten der Europäischen Währungsunion.

Die politische und wissenschaftliche Diskussion um eine Währungsunion ist innerhalb der Europäischen Gemeinschaft (EG) durch die Gipfelkonferenz in den Haag (1./2. Dezember 1969) in Gang gekommen. Die Staats- und Regierungschefs der damaligen Sechsergemeinschaft waren übereingekommen, einen Stufenplan für die Errichtung einer

Wirtschafts- und Währungsunion ausarbeiten zu lassen. Daraufhin ist eine hochrangige Expertengruppe unter dem Vorsitz des luxemburgischen Ministerpräsidenten Pierre Werner eingesetzt worden, die im Sinne der Haager Gipfelkonferenz entsprechende Vorschläge ausarbeiten sollte (H. Tietmeyer 2005, S. 39ff.). Die daraus resultierende Diskussion lässt sich zu zwei unterschiedlichen Positionen verdichten. Deren Vertreter wurden entweder den damals so genannten Monetaristen oder den Ökonomen zugeschlagen. Die Monetaristen wollten mit der Währungsunion als Katalysator für den weiteren Integrationsprozeß beginnen, während die Ökonomen zunächst einen wirtschaftspolitischen Konsens gesichert wissen wollten, der dann schließlich seine Krönung in einer gemeinsamen Währung finden sollte. Diese Positionen sind als „Grundsteintheorie“ und als „Krönungstheorie“ charakterisiert worden. Die unterschiedlichen Positionen haben die Diskussionen innerhalb der Werner-Gruppe bestimmt. Sie haben sich auch im Zwischen- und Endbericht der Werner-Gruppe niedergeschlagen. Es kam aber nicht zu den geplanten parallelen Schritten in der Währungs- und Wirtschaftspolitik, weil sich die deutsche Bundesregierung wegen der Dollarturbulenzen im Frühjahr 1971 zu einer Aufgabe der Wechselkursbindung der D-Mark an den Dollar genötigt sah. Sie hatte sich zuvor um eine einheitliche Haltung der EG bemüht – ohne Erfolg. Die politischen Wellen wegen dieses währungspolitischen Alleingangs schlugen damals ziemlich hoch.

Es hat nach dem Ende der Bretton Woods-Ära im Laufe der 70er und 80er Jahre Versuche gegeben, der EG währungspolitische Konturen zu geben. Die Entwicklung innerhalb der Europäischen Währungsschlange und des Europäischen Währungssystem (EWS) zeigte freilich nicht, dass die Mitgliedstaaten zu einer währungspolitischen Einheit zusammenwuchsen, sondern dass ihr unterschiedlicher stabilitätspolitischer Ausweis sich immer wieder in Auf- und Abwertungen niederschlug. Innerhalb des EWS wurden die Bandbreiten innerhalb des Paritätengitters von $\pm 2,25\%$ auf $\pm 15\%$ ausgeweitet (August 1993), um ein Auseinanderbrechen des EWS zu verhindern. Doch hat paradoxerweise gerade die Ausweitung der Bandbreite die nationalen Geldpolitiken nach Maßgabe der Vorgaben durch die Deutsche Bundesbank diszipliniert (J. Starbatty 2001, S. 630-633). Der Druck auf die Deutsche Bundesbank ließ nach – diese konnte auf den weiter gewordenen nationalen Spielraum im Rahmen der großzügigen Bandbreite verweisen –, und die nationalen Zentralbankpräsidenten konnten ihren Stabilitätskurs gegenüber den nationalen Regierungen mit dem Argument durchsetzen, dass andernfalls die Reifeprüfung für die Aufnahme in die Währungsunion nicht bestanden würde.

Die Mitgliedschaft in der Währungsunion sollte von der Erfüllung unterschiedlicher, aber zusammenhängender Konvergenzkriterien abhängig gemacht werden: Gleichklang bei Inflation, Wechselkursen, langfristigem Zinsniveau und Einhaltung eines Defizit- sowie Schuldenstandskriteriums. Wir können diese Kriterien so interpretieren, dass die potentiellen Mitglieder den Nachweis erbringen sollten, dass sich die nationalen Politiken vor und auch nach der Aufnahme in den Club um nationale Disziplin bemühten.

Wenn die Euro-Optimisten für ihre Auffassung, für eine Verschiebung gebe es keinen vernünftigen Grund, die Erfüllung des Inflationskriteriums heranziehen (MF Bofinger, Tz. 9), ist nur nachgewiesen, dass sich die Entscheidungen der nationalen Zentralbanken an der Ankerwährung D-Mark orientierten. Ob damit die Gewähr gegeben war, dass sich später die Regierungen an die Verpflichtungen, die als Grundlage einer stabilitätsorientierten Währungsunion anzusehen sind, hielten, war daher noch nicht sichergestellt, vor allem deswegen nicht, weil die Konvergenzkriterien nicht, wie zuvor von allen am politischen Entscheidungsprozess Beteiligten gefordert wurde, „eng und

strikt“¹, sondern weit und lax ausgelegt wurden.² Im MF Ohr II, Tz. 2 heißt es dazu: „Trotz eines ungewöhnlich niedrigen Zinsniveaus und damit günstiger Zinsaufwendungen für die öffentlichen Haushalte und trotz zahlreicher Beispiele kreativer Buchführung ist es gerade den Kernländern nicht gelungen, die vereinbarte Defizitgrenze deutlich und nachhaltig zu unterschreiten. Auch ist die durchschnittliche Schuldenquote in der Europäischen Union seit 1991 nicht gesunken, sondern um 15 Prozentpunkte gestiegen. Sie liegt heute weit über dem Maastricht-Limit.“ Damit war der Start in die Währungsunion mit erheblichen finanzpolitischen Hypotheken belastet.

Als Kritiker auf die Risiken eines politischen Durchwinkens bei der Abstimmung über die Teilnahme an der Währungsunion hinwiesen, wurden sie darauf verwiesen, dass die Deutsche Bundesbank als Hüterin der Währung aufgefordert sei, ein Gutachten zu den Ergebnissen der Konvergenzprüfung vorzulegen, und dass sich die politische Entscheidung des Deutschen Bundestages und des Bundesrates darauf stützen würde (H. Tietmeyer 2005, S. 252ff.). Im diagnostischen Teil dieser Stellungnahme macht die Bundesbank unverblümt auf die Risiken unzureichender Konvergenz in einigen Mitgliedstaaten aufmerksam, insbesondere auf die finanzpolitischen Defizite in Belgien und Italien. Die ernsthaften Besorgnisse könnten nach Meinung des Zentralbankrates nur dann ausgeräumt werden, wenn von den betroffenen Kandidaten „zusätzliche substantielle Verpflichtungen“ verbindlich eingegangen würden. In der Schlussfolgerung (Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, April 1998) heißt es u.a.: „Trotz der erheblichen Fortschritte, die auf diesen Feldern mittlerweile erzielt wurden, sind bei den teilnehmenden Mitgliedstaaten noch erhebliche Anstrengungen erforderlich, um im gesamten Währungsraum verlässliche Voraussetzungen für eine dauerhafte Stabilitätsgemeinschaft zu schaffen.“ Der Zentralbankrat fügte hinzu: „Die Auswahl der Teilnehmer bleibt jedoch eine politische Entscheidung.“ Tietmeyer schreibt (2005, S. 253), daß der Zentralbankrat mit dieser einstimmigen Stellungnahme, über die er mehr als zehn Stunden beraten habe, seiner gesetzlichen Beratungspflicht gegenüber der Bundesregierung nachkommen und zugleich mit Nachdruck auf die noch bestehenden Konvergenzdefizite hinweisen wollte.

Bemerkenswerterweise zitiert Tietmeyer nicht den Satz, der wie ein Fremdkörper in der Stellungnahme wirkt und der der Bundesregierung als Beleg diene, um – gestützt auf das Votum der Bundesbank – den Start der Währungsunion mit allen elf Kandidaten bedingungslos zu verkünden. Dieser Satz lautet (Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, April 1998, S. 39): „Vor dem Hintergrund der erreichten Konvergenzfortschritte in vielen Mitgliedstaaten und nach Abwägung der noch bestehenden Probleme und Risiken erscheint der Eintritt in die Währungsunion ab 1999 stabilitätspolitisch vertretbar.“ Ob dieser Satz bereits in der Beratungsvorlage stand und

¹ In der Entschließung der beiden gesetzgebenden Häuser (Bundestag und Bundesrat) heißt es (BTDrucks 12/3906; BRDrucks 819/92): „Dabei werden beim Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion die Stabilitätskriterien **eng und strikt** (Hervorhebung durch Verf.) auszulegen sein. Die Entscheidung für den Übergang zur dritten Stufe kann nur auf der Grundlage erwiesener Stabilität, des Gleichlaufs bei den wirtschaftlichen Grunddaten und erwiesener dauerhafter haushalts- und finanzpolitischer Solidität der teilnehmenden Mitgliedstaaten getroffen werden. Sie darf sich nicht an Opportunitätsgesichtspunkten, sondern muss sich an den realen ökonomischen Gegebenheiten orientieren. Die Natur der Kriterien bedingt es, dass ihre Erfüllung nicht nur statistisch gesichert werden kann. Ihre dauerhafte Erfüllung muss vielmehr auch aus dem Verlauf des Konvergenzprozesses glaubhaft sein.“

² Für Griechenland gilt sogar, daß gefälschte Zahlen vorgelegt wurden. Dies ist erst im Nachhinein entdeckt worden. Wenn freilich bei Aufnahme Griechenlands die in der Presse veröffentlichten Berichte nachgeprüft worden wären, so hätte die Bilanzfälschung rechtzeitig aufgedeckt werden können. Vgl. hierzu W. Hankel et al. 2001, S. 96.

wer ihn initiiert hat, ob er während der Beratung innerhalb des Direktoriums oder erst in der mehr als zehnstündigen Beratung des Zentralbankrates hineingekommen ist, ist aus den bisher publizierten Stellungnahmen nicht ersichtlich. Die Zeitzeugen selbst schweigen.

Aus dieser gerafften Schilderung der Prüfung der Konvergenzfortschritte geht hervor, dass sich Bundestag und Bundesrat über ihre EntschlieÙung vom 9. Dezember 1992 hinweggesetzt haben. Die Vermutung der Euroskeptiker (MF Ohr I, Tz. 4), dass das Defizitkriterium einer tragbaren Finanzlage der Öffentlichen Hand politisch verwässert werde, um Diskriminierung einzelner Länder zu vermeiden“, ist bestätigt worden. Daher entspricht die Feststellung (MF Ohr II, Tz. 7), dass der Start der Währungsunion mit „einer schweren Hypothek“ belastet sei, der Realität.

Zweite These: Die Annahme, dass die Währungsunion die EU einer politischen ZerreiÙprobe unterziehen werde, gilt nach wie vor.

Die Euroskeptiker (MF Ohr I, Tz. 2) hielten darüber hinaus den Nachweis einer dauerhaften – über mehrere Jahre hinweg nachgewiesenen – Angleichung der relevanten Wirtschaftsstrukturen für wichtiger als die mehr oder weniger zufällige Erfüllung monetärer und finanzpolitischer Kriterien. Im Maastricht-Vertrag ist die Notwendigkeit von Fortschritten bei der „realen Konvergenz“ zumindest angesprochen worden. In Art. 109j Abs. 1 EGV (Maastrichter Fassung) heißt es: Die Konvergenzberichte der Kommission und des Europäischen Währungsinstituts (EWI) „berücksichtigen... auch die Ergebnisse bei der Integration der Märkte, den Stand und die Entwicklung der Leistungsbilanzen, die Entwicklung bei den Lohnstückkosten und andere Preisindizes.“ Wir sprechen hier von den „sonstigen Faktoren“. In der Klageschrift gegen die Einführung des Euro am 1. Januar 1999 heißt es, die wirtschaftliche Zerklüftung Europas, wie sie in den „sonstigen Faktoren“ zum Ausdruck komme, spiele bei der Funktionsfähigkeit einer gemeinsamen Geldpolitik eine ganz entscheidende Rolle. Je unterschiedlicher die wirtschaftlich bedeutsamen Strukturen seien, desto weiter müsse der monetäre Mantel geschnitten sein, damit er den verschiedenen Strukturbedingungen in den jeweiligen Ländern und Regionen gerecht werden könne (W. Hankel et al. 1998, S. 111 f.).

Reale Konvergenz soll sicherstellen, dass sich die Konkurrenzfähigkeit der Mitgliedstaaten der Währungsunion weder substantiell verschlechtert noch verbessert, daß also Wechselkursänderungen entbehrlich sind, um die nationale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Fundamentale Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz dürften mithin nach Eintritt in die Währungsunion nicht mehr auftreten. Solche Ungleichgewichte können insbesondere die Folge unterschiedlicher Produktivitätsentwicklung, unterschiedlicher Belastung mit Sozialleistungen und unterschiedlicher Lohnpolitiken sein. In einer Wechselkursunion wie dem Bretton Woods-System konnten expansive oder restriktive Geldpolitiken reale Divergenzen, wenn sie nicht zu stark ausfielen, kompensieren, indem sie etwa bei drohender Abwertung durch eine entsprechend restriktive Politik Kapital attrahierten und die Tarifvertragsparteien disziplinierten. Da dies in einer Währungsunion nicht mehr möglich ist, liegt das Schwergewicht der Anpassung bei den Gewerkschaften. Sollten diese stabilitätswidrig die Lohnstückkosten nach oben treiben und damit die Gefahr fundamentaler Ungleichgewichte heraufbeschwören, dann müsste die Politik dafür sorgen, dass bisher von den Arbeitgebern finanzierte Lohnnebenkosten auf die Arbeitnehmer überwältzt würden mit der Konsequenz entsprechender Reallohnkürzungen.

Da dies in demokratisch organisierten Industriestaaten in der Regel mit Abwahl der politisch Verantwortlichen bestraft wird und somit erst gar nicht oder doch nur unzulänglich versucht wird, müßten sich die Gewerkschaften selbst der Notwendigkeit lohnpolitischer Mäßigung fügen. Die Gewerkschaften haben wohl nicht bedacht, daß sie bei ihrer Zustimmung zur Währungsunion die Lohnpolitik an der Vermeidung fundamentaler Ungleichgewichte orientieren müßten und so praktisch ihrer Autonomie verlustig gingen.

Ein weiterer Aspekt der realen Konvergenz darf nicht unbeachtet bleiben, der in die Literatur als Balassa-Samuelson-Effekt (Balassa 1964 und Samuelson 1964) eingegangen ist. Es besagt – in aller Kürze –, daß paradoxerweise aufholende Länder mit höheren Produktivitätsfortschritten an Konkurrenzfähigkeit einbüßen. Unter der Annahme, daß die Lohnbildung sich an den Branchen mit hohen Produktivitätsfortschritten orientiere, gelte das auch für das Heer der Staatsbediensteten, deren Produktivitätsfortschritt kaum über Null liegen dürfte oder doch weit unter den Sektoren, die auf handelbare Güter ausgerichtet sind. Dieser Beitrag aus den Sektoren nichthandelbarer Güter zur Inflation würde die nationale Inflationsrate über den “Harmonisierten Verbraucherpreisindex” steigen lassen und nach Maßgabe dieser Differenz die inländische Währung real aufwerten mit der Konsequenz sinkender Wettbewerbsfähigkeit.

Da der Balassa-Samuelson-Effekt allgemein formuliert ist, gilt er auch für die “Peripheriestaaten” der Währungsunion sowie für die in Zukunft zu erwartenden Mitgliedstaaten. Insbesondere die Deutsche Bundesbank hat vor einem raschen Beitritt der neuen EU-Mitgliedsländer gewarnt, da sie vor allem auf Grund ihres wirtschaftlichen Aufholprozesses aus strukturellen Gründen jetzt und in Zukunft oft deutlich höhere Inflationsraten aufweisen würden. Deswegen sei mit einem deutlichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu rechnen (Remsperger 2004). Die Einsicht in diese Zusammenhänge hat sich mittlerweile weitgehend durchgesetzt.

Hierzu ist zweierlei anzumerken. Der Balassa-Samuelson-Effekt klingt plausibel, ist aber nicht zwingend. Gälte er generell, müßten ja sämtliche aufholenden Länder in einem Wechselkursverbund – ob multilateral oder unilateral – wegen der permanenten realen Aufwertung ihrer Währung an struktureller Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Dies trifft aber nicht auf Japan und Deutschland im Bretton Woods-System und die VR China in der Bindung an den Dollar zu. Eine Erklärung dafür lautet, daß wegen der unterschätzten Dynamik in diesen Ländern die Inflationsrate nicht über dem entsprechenden Referenzwert lag. Die Wettbewerbsfähigkeit nahm dort sogar noch zu. Das Verhältnis von Produktivitätsfortschritt und Lohnsteigerung ist für die internationale Konkurrenzfähigkeit entscheidend, und der vermutete Verlust an Konkurrenzfähigkeit aufgrund des Balassa-Samuelson-Effekts tritt bei moderater Lohnpolitik nicht ein. Damit gilt auch hier unsere Schlussfolgerung, daß in der Währungsunion die Lohnpolitik eine Schlüsselrolle spielt.

Wenn sich freilich die Tarifvertragsparteien entsprechend den Annahmen im Balassa-Samuelson-Effekt verhalten, dann hätte man auch den Beitritt der Kohäsionsländer Griechenland, Irland, Portugal und Spanien verschieben müssen; denn der Balassa-Samuelson-Effekt kennt keine Schwelle, ab der der Aufholprozess nicht mehr die internationale Wettbewerbsfähigkeit schwächt. Wahrscheinlich ist es der politischen Gesamtwürdigung bei Etablierung der Währungsunion geschuldet, daß die Deutsche Bundesbank bei den Beschlüssen über die Zugehörigkeit zur Währungsunion (Mai 1998) die Gültigkeit des Balassa-Samuelson-Effekts zumindest nicht deutlich kommuniziert hat.

Bei weiter anhaltender Inflationsratendifferenz sammelt sich hier wirtschaftlicher und politischer Sprengstoff an. Insofern ist die Annahme der Euroskeptiker, daß die Währungsunion zu einer politischen Zerreiprobe führen könne (MF Ohr II, Tz.10), nach wie vor gültig.

Dritte These: Stabilitätskultur ist in der EU nicht gesichert

Die Euro-Skeptiker (MF Ohr I, Tz. 7) hielten den Konsens, Preisstabilität Priorität einzuräumen, noch nicht gesichert, während die Euro-Optimisten bereits mit der Teilnahme an der Währungsunion die Bereitschaft zum Ausdruck gebracht sahen, Beschäftigungsprobleme nicht mehr über Inflation lösen zu wollen (MF Bofinger Tz.9). In den 70er Jahren seien in Europa sicher stabilitätspolitische Fehler gemacht worden, doch die Lernprozesse seien evident; alle Staaten hätten in den letzten 15 Jahren gezeigt, daß sie dem Ziel stabiler Preise eine zentrale Bedeutung einräumten. Der Korrektheit halber sei hinzugefügt, daß selbst die Euro-Optimisten gewisse Zweifel hatten, heißt es doch in der entsprechenden Überschrift: „Europa kann eine Stabilitätskultur entwickeln.“

Die Inflationsraten haben sich erst seit Ausweitung der Bandbreite von +/- 2,25 auf +/- 15 % im August 1993 der deutschen Inflationsrate angenähert. Der entscheidende Grund für die Gründung der Währungsunion war auch nicht der Wunsch, geldpolitische Kompetenzen auf eine gemeinsame Zentralbank zu verlagern, um so zu höherer Preisstabilität zu kommen, sondern der Ersatz der Ankerwährung D-Mark und der Deutschen Bundesbank durch den Euro und die Europäische Zentralbank, auf deren Geldpolitik alle Mitgliedstaaten Einfluß nehmen können. Das ist so oft beschrieben und belegt worden (W. Hankel et al. 1998, S. 41-63), daß dieser Hinweis genügen muss.

Da der Begriff „Stabilitätskultur“ unterschiedlich interpretiert werden kann, soll festgehalten werden, wie er hier aufgefasst wird.³ Spannend ist das Verhältnis von Geldpolitik und allgemeiner Politik und daher natürlich auch das zwischen Zentralbankleitung und politischer Führung. Hierbei spielen auch die historischen Erfahrungen und Traditionen eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Es ist verständlich, daß Politiker, Gewerkschaften und auch gewerbliche Wirtschaft auf geldpolitische Entscheidungen Einfluss nehmen wollen, da die Finanzierung staatlicher wie privater Haushalte und auch die wirtschaftliche Entwicklung selbst davon betroffen werden. Stabilitätskultur heißt dann: Die Notenbankleitung kann ihre Entscheidungen treffen, ohne politischem Druck ausgesetzt zu sein. Diese Entscheidungen werden von der Politik und den Tarifvertragsparteien als Datum genommen, an dem sie ihre eigenen Entscheidungen orientieren. Die Zentralbank nähme dann die Unabhngigkeitsposition an, alle anderen Gewalten akzeptierten die Abhngigkeitsposition. Eine solche Arbeitsteilung ist keineswegs selbstverständlich; sie wird im täglichen Miteinander erstritten und muss immer wieder behauptet werden.

Die institutionell abgesicherte Unabhängigkeit der Notenbankleitung und auch der Ausschluss der Wiederwahl können als notwendige Bedingungen für die beschriebene Rollenverteilung angesehen werden; sie sind aber nicht hinreichend für wirkungsvolle Stabilitätspolitik. Solange Zentralbankleitungen von Regierungen bestellt werden und solange ausgeschiedene Zentralbanker auf Belohnung oder auf eine anschließende politische Karriere rechnen können, ist politisch willfhriges Verhalten nicht

³ Die Aufzeichnungen hier orientieren sich an Werner Steuer (1997, S. 86-93), der die Einstellungen in den jeweiligen Ländern erfasst und bewertet hat.

ausgeschlossen. Für die stabilitätstreuen Vertreter der Deutschen Bundesbank ist der Begriff „Beckett-Effekt“ geprägt worden. Thomas Beckett starb als Bischof von Canterbury den Märtyrertod, da er sich den Forderungen seines Königs nicht beugen wollte. Es wird also angenommen, daß in Gremien entsandte oder auf Ämter gehobene Persönlichkeiten sich nicht der entsendenden politischen Führung, sondern ihrem Amt verpflichtet fühlen und sogar bereit sind, dafür ihr Leben zu opfern. So dramatisch geht es heute in der Politik nicht mehr zu; doch kann der Druck auf die Zentralbankleitung so stark werden, daß die geldpolitisch Verantwortlichen sehr viel Stehvermögen aufbringen müssen. Friedrich Sell (2002, S. 90) macht darauf aufmerksam, daß persönliche Gewissensentscheidungen sich nicht auf ein Gremium übertragen ließen: „Ein Kollektivgewissen ist ein konstruktivistisches Ungeheuer.“ Freilich lässt sich vorstellen, daß einzelne Persönlichkeiten kraft ihrer Ausstrahlung und Integrität den Charakter eines Gremiums formen. Doch ist der notwendige Zeitbedarf, wenn ernste Konfliktfälle auftreten, nicht zu unterschätzen.

Ein Zweites muss hinzutreten. Die Zentralbankleitung muss sich bei Entscheidungen, die sich gegen das politische Interesse richten, von der breiten Öffentlichkeit unterstützt wissen. Die Deutsche Bundesbank selbst hat früher verlauten lassen, daß sie keine Politik im luftleeren Raum betreibe, also keinen tiefgreifenden Konflikt auf Dauer durchstehen könne (Monatsbericht August 1972, S.16). Daher muss der öffentliche Druck auf die Politik so stark sein, dass sie in diesem strategischen Spiel die Abhängigkeitsposition einzunehmen bereit ist. Für die Politik und das Ansehen der Deutschen Bundesbank hat das gegolten.

Für die Währungsunion gilt dagegen, dass immer wieder auf die Entscheidungen der EZB im Sinne jeweiliger politischer Ziele Einfluß genommen wird; hier sind deutsche Politiker, keineswegs ausgeschlossen. Der stellvertretende Vorsitzende der SPD-Fraktion hat die EZB sogar aufgefordert, ihren Zielwert für den maximalen jährlichen Anstieg des Preisniveaus für eine gewisse Zeit moderat anzuheben.⁴ Wenn der Präsident der Europäischen Kommission, José Manuel Barroso, von der EZB sagt, daß keine Institution den Status einer heiligen Kuh hätte (2005, S.11), stellt er die Unabhängigkeitsposition der EZB in Frage. Wenn er weiter Kohäsion zwischen Geldwertstabilität, Budgetdisziplin und Makroökonomie fordert und Kommissar Almunia mit dessen Unterstützung ein Arbeitspapier vorbereitet, das Wege aus dem Konflikt zwischen Geldpolitik und allgemeiner Politik aufzeigen soll, dann sind das Bestrebungen, der Geldpolitik ihren Status als unabhängiger Variable zu nehmen. Barroso fordert sogar (2005, S.11): „Es darf keine Trennung zwischen unseren ökonomischen und finanzpolitischen Antworten geben. Diese Diskrepanz ist eine Schizophrenie, die wir beseitigen müssen.“ Damit stellt er die

⁴ Zitiert in: EZB erhöht Leitzins auf 3,25 Prozent, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.10.2006, Nr. 232, S.11. – Der Euro-Gruppenchef, Jean Claude Juncker, hat nach einer Sitzung der Euro-Gruppe am 7.November 2005 die EZB, wie die „Neue Zürcher Zeitung“ (9.11.2005, Nr. 262, S.15) schreibt, die EZB ungewöhnlich deutlich zur zinspolitischen Zurückhaltung aufgerufen und damit vor voreiligen Zinserhöhungen gewarnt. Seinerzeit betrug der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte 2%, bei einer Inflationsrate von 2,2%, also ein negativer Refinanzierungssatz. – Das Verhältnis zwischen den Ministern und der EZB ist belastet, seit Almunia und Euro-Gruppenchef Jean-Claude Juncker im April in einem Brief an Trichet regelmäßige Dreiertreffen zu Fragen des Wechselkurses und der internationalen Eurozonen-Strategie gefordert hatten. Der EZB-Chef lehnte den Vorstoß mit Verweis auf existierende häufige Treffen ab. Auf eine schriftliche Beantwortung des Briefes verzichtete er. Der Vorstoß der Kommission sollte die Macht der Zentralbank zurückdrängen (Almunia weist EZB in die Schranken, in: Financial Times Deutschland-Kompakt, 7. September 2006). Die Nachweise für solche Attacken auf die EZB ließen sich beliebig verlängern. Aufschlußreich ist das Interview mit dem Gouverneur der Österreichischen Nationalbank über die Geldpolitik der EZB und die Wünsche der Regierungen („Ich kann nichts ausschließen“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18.10.2006, Nr. 242, S.14).

Bestimmungen des Maastricht-Vertrages in Frage. Nach der Lektüre dieses Interviews und anderer Stellungnahmen ist die Annahme nicht abwegig, daß die Passagen im Maastricht-Vertrag, für die die Bundesbankverfassung Modell gestanden hat, von den Vertragsparteien nur akzeptiert wurden, weil die Deutsche Bundesbank anderenfalls ihrer Abschaffung nicht zugestimmt hätte.

Vierte These: Der gute Ruf der EZB beruht nicht auf ihrer Politik

In den jeweiligen Manifesten werden zur Entwicklung der Geldwertstabilität zwar keine quantitativen Prognosen gemacht, doch sind die qualitativen Einschätzungen konkret genug, um daraus Trendaussagen abzuleiten. Für die Euro-Optimisten (MF Bofinger, Tz. 4) steht fest, „daß der Euro stabil wird“, da die EZB dem Modell der Bundesbank nachgebildet und eindeutig auf das Ziel der Preisstabilität verpflichtet sei. Demgegenüber nehmen die Euro-Skeptiker an (MF Ohr I, Tz. 5), die EZB werde – trotz weitgehender Unabhängigkeit – Preisstabilität nicht durchsetzen können. Es gebe für die nationalen Entscheidungsträger aufgrund unterschiedlicher Interessen keinen genügend starken Anreiz; überdies sei die persönliche Unabhängigkeit der Gouverneure nicht gesichert, und Sanktionen bei Verletzung des Stabilitätsziels fehlten. Daraus wäre zu folgern, daß das Stabilitätsziel verfehlt werde.

In der Tat ist das von der EZB selbst gesetzte und später leicht nach oben modifizierte Preisziel unter ihrer Ägide immer – bis auf das Jahr 1999, das noch als Konsequenz der stabilitätsorientierten Geldpolitik der Deutschen Bundesbank anzusehen ist – verfehlt worden, wenn auch mit einem Mittelwert von 2,2% relativ knapp. Doch bleibt es für Otmar Issing (2006 a, S. 13) „eine Tatsache, daß die durchschnittliche Preissteigerungsrate in den sieben Jahren des Euro deutlich unter der der D-Mark in den 50 Jahren ihres Bestehens liege.“ Nun sind diese Perioden nicht miteinander vergleichbar, da der geldpolitische Freiheitsgrad der Deutschen Bundesbank im Bretton Woods-System eingeschränkt war und die Ölpreisschocks in den 70er Jahren jeweils Zweitrundeneffekte in einem gänzlich anderen lohnpolitischen Umfeld auslösten. Es ist aber doch erstaunlich, daß auch kritische Beobachter der EZB bescheinigen, sie erfülle ihren Auftrag, für Geldwertstabilität im Euro-Raum zu sorgen, konsequent und mit Erfolg (R. Gemperle 2005). Diese Feststellung läßt sich beliebig oft belegen.

Das war aber nicht von Anfang an so. Die ersten zinspolitischen Schritte und die begleitenden Kommentare der Zentralbankleitung, die Abwertungstendenz des Euro und die jeweiligen Erklärungsversuche wurden scharf kritisiert, teilweise belustigt kommentiert. Die Beurteilung durch Barry Eichengreen (2000) trifft die Stimmung ziemlich genau: „Die bekanntesten Übeltäter sind natürlich die Vertreter der europäischen Geldpolitik selbst: Sie stellten ihre ungewöhnliche Fähigkeit des doppelzüngigen Sprechens bemerkenswert unter Beweis.“⁵ Diese kritischen Kommentare sind wohl auch darauf zurückzuführen, daß die geldpolitisch Verantwortlichen, die bisher bloß dem Kurs

⁵ Dieses Urteil läßt sich beliebig oft belegen – hier eine Auswahl: «Rätselraten über die EZB-Politik» (Frankfurter Allgemeine Zeitung – hi –, Nr. 273 vom 23.11.1999); «Die EZB sollte aufklären statt vernebeln» (Norbert Häring, Financial Times Deutschland, 16.3.2000); «Verlogene Geldpolitik» (Financial Times Deutschland, 17.3.2000); «Das Risiko der flatternden Hand» (Thomas Mayer, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 236 vom 11.10.1999); «Völlige Orientierungslosigkeit» (Michael Hüther, in: EZB-Chef Wim Duisenberg steht unter Druck. Deutsche Volkswirte sehen eine fatale Zinspolitik, in: Welt am Sonntag vom 6.2.2000); «ECB-Beobachter: <Die Marktteilnehmer sind über die geldpolitische Strategie im Unklaren> »(Frankfurter Allgemeine Zeitung – bg –, Nr. 113 vom 16. Mai 2000).

der Bundesbank gefolgt waren, nun für ihre eigenen Entscheidungen einstehen mussten und daß das Zwei-Säulen-Modell der EZB die konzeptionelle Unsicherheit noch verstärkt hat. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat die Defizite der Kommunikationspolitik zurückhaltend, aber deutlich genug angesprochen (70. Jahresbericht 1999/2000, S. 83f.): „Zwar ist es erwünscht, dass diejenigen, die mit Zinsentscheidungen betraut sind, ihre Einschätzung der wirtschaftlichen Lage des monetären Transmissionsmechanismus öffentlich erläutern, doch dürften Äußerungen, die als Andeutung der kurzfristigen geldpolitischen Absichten missverstanden wurden, die Unsicherheit eher vergrößert als verringert haben.“

Am Anfang der Arbeit der EZB stand zunächst die Festlegung auf eine adäquate geldpolitische Strategie. Zur Wahl standen der monetaristisch geprägte Ansatz der Deutschen Bundesbank und das „inflation targeting-Konzept“. Die Bundesbank hatte verschiedentlich versucht, ihr geldpolitisches Konzept in die zukünftige Strategie einzubringen. Obwohl monetaristisch orientiert, gibt es mit dem relativ weiten Zielkorridor – z.B. 3% - 6% oder 4% - 7% – und der Möglichkeit, ausnahmebedingt von der Geldmengenregel abzuweichen, auch hinreichend diskretionären Spielraum, doch sah sich die Bundesbank immer dann zu Rechtfertigungen oder Erklärungen genötigt, wenn die Geldmengenzuwachsrate außerhalb des Zielkorridors lag. Ihre Handlungsweise war insofern berechenbar, als zwar niemand mit hinreichender Verlässlichkeit voraussagen konnte, ob die Geldmengenzuwachsrate im Zielkorridor liegen würde oder nicht, doch war zu beobachten, daß die Bundesbank bei Zielabweichungen versuchte, die Geldmengenentwicklung wieder in den Zielkorridor zurückzuführen. Ein weiteres Argument der politischen Ökonomie kommt hinzu: Solche Regelbindungen grenzen opportunistisches Verhalten der Notenbankleitung ein – Notenbankautonomie schützt davor nicht⁶ – und machen es ihr leichter, gegenüber stabilitätswidrigen Einwirkungen standhaft zu bleiben.⁷

Das „Inflation targeting-Konzept“ unterscheidet sich – obschon im Ziel einig – doch grundsätzlich von dem monetaristischen Ansatz: Es wird kein Zwischenziel angesteuert, Einhaltung des Geldmengenziels, sondern die Politik reagiert jeweils auf die tatsächliche oder die erwartete Inflationsrate. Der Schwerpunkt verlagert sich von der Geldmengen- auf die Zinssteuerung; der Einsatz der Instrumente ist eher auf die kurze Frist angelegt und für aktive Konjunktursteuerung offen. Damit wächst zugleich der diskretionäre Entscheidungsspielraum, aber auch der Wunsch von Politikern und anderer wichtiger Akteure in ihrem Sinne auf die Politik Einfluß zu nehmen. Es ging also letztlich um die Frage: „rules versus authorities“.

Die EZB hat sich schließlich auf ein Zwei-Säulen-Konzept festgelegt: Eine monetär ausgerichtete Säule (mit einem festen Geldmengenziel von 4,5%) und eine Säule „wirtschaftliche Analyse“; sie sollte sich (EZB, Monatsbericht Juni 2003, S. 97)

⁶ Siehe hierzu die allzeit gültige Feststellung von W. Eucken (1952, S. 257): „Die Erfahrung zeigt, daß eine Währungsverfassung, die den Leitern der Geldpolitik freie Hand läßt, diesen mehr zutraut, als ihnen im allgemeinen zugetraut werden kann. Unkenntnis, Schwäche gegenüber Interessentengruppen und der öffentlichen Meinung, falsche Theorien, alles das beeinflusst diese Leiter sehr zum Schaden der ihnen anvertrauten Aufgabe.“

⁷ Insbesondere Markus Lusser (1994, S. 10), früherer Präsident der Schweizerischen Nationalbank, hat das betont: „Klare Zielvorgaben erschweren es einem Notenbankleiter – auch bei massivem Druck –, vom mittelfristig konzipierten Pfad der Geldmengenausweitung abzuweichen. Der Notenbankleiter, der diesen Expansionspfad verläßt, muß sein Verhalten vor der Öffentlichkeit rechtfertigen. Dies setzt allerdings voraus, daß die Öffentlichkeit die Geldmengenziele kennt. Deren Publikation ist deshalb ebenso wichtig wie die Festlegung.“

„hauptsächlich auf die Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen und der impliziten kurz- und mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität aus der Perspektive des Zusammenspiels zwischen Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten über diese Zeithorizonte konzentrieren.“ Die EZB versuchte, aus dem „Strategie-Mix“ eine Tugend zu machen: In der Anfangsphase seien in einem heterogenen Umfeld die Wirkungen der Geldmengensteuerung nicht einwandfrei prognostizierbar, und zudem erleichtere eine breitere empirische Abstützung eine problemadäquate Politik.

Das Zwei-Säulen-Konzept erweiterte den Handlungsspielraum der EZB; zugleich wurde ihre Politik schwerer lesbar oder insofern beliebig, als sie sich je nach politischer Opportunität auf die eine oder andere Säule stützen konnte. Diese Doppelstrategie wurde gleich zu Beginn desavouiert, als die EZB kurz hintereinander in zwei großen Schritten (15. Dezember 1998 und 9. April 1999) den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Repo-Satz) auf 2,5% senkte, obwohl die starke Zunahme der verschiedenen Geldmengenaggregate zumindest eine zinsneutrale Politik verlangt hätte. Die damalige Begründung lautete, die EZB müsse einer möglichen konjunkturellen Schwäche oder gar deflationären Tendenz entgegenwirken. Diese auf niedrige Zinsen gerichtete Politik förderte und finanzierte die Blase auf den Aktienmärkten und ließ über Zinsarbitrage den Euro gegenüber dem Dollar absacken (um ca. 30%). Insbesondere bei Erklärung oder gar Rechtfertigung der Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar gerieten die EZB-Verantwortlichen immer wieder in Erklärungsnot. Sie konnten ja nicht sagen, daß womöglich ihre Zinspolitik diese Abwertung bewußt oder unbewußt – etwa zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Wirtschaften – herbeigeführt hatte. Bei einzelnen Entscheidungen oder Verlautbarungen hat sie gelegentlich Ratlosigkeit, Unverständnis oder gar Spott hervorgerufen. Die EZB befreite sich schließlich aus dieser Kommunikationsfalle, indem sie die Säulen vertauschte und die Geldmenge bloß noch als Referenzgröße wertete, aber nicht mehr als unmittelbar zu beachtendes Zwischenziel (EZB, Monatsbericht Juni 2003, S. 102). Sie hat überdies das Stabilitätsziel gelockert: Es heißt nicht mehr: Die Preissteigerungsrate sollte unter 2% liegen; es heißt jetzt: „unter, aber nahe 2%“.

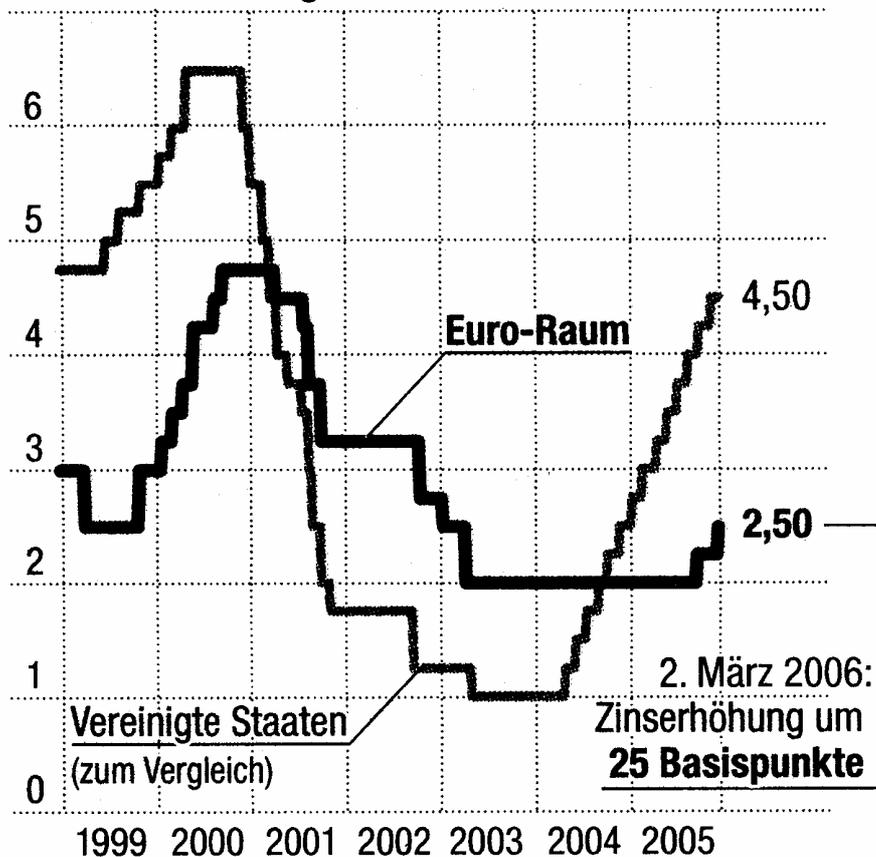
Im folgenden wird der zinspolitische Rhythmus der EZB dokumentiert und kommentiert. Die so entstandene Zinstreppe läßt zweierlei erkennen: das aktivistische Element ihrer Politik und ihre überwiegend konjunkturstützende Politik. Bis auf den relativ kurzen Zeitraum Ende 1999 bis Anfang 2001 hat die EZB massiv eine schwache Konjunktur anzuschieben versucht.

- (1) Die EZB ist zuerst bei insgesamt befriedigender Konjunktur die Zinstreppe mit großen Schritten hinuntergestiegen (15. Dezember 1998 und 9. April 1999) – in extremem Maße in den Ländern mit guter Konjunktur: in Spanien mit 250, in Portugal mit 385 und in Irland mit 420 Basispunkten.
- (2) Sieben Monate später (5. November 1999) hat sie diese Entscheidung mit einer Zinsanhebung um 50 Basispunkte korrigiert – das Eingeständnis, daß man im Frühjahr zuviel des konjunkturpolitisch gut Gemeinten getan hatte.
- (3) Sie ist dann die Zinstreppe hochgestiegen, ohne die Konjunktur oder gar den Höhenflug der Aktienkurse dämpfen zu können; die Börse reagierte auf die längst „eingepreisten“ Trippelschritte mit einem „so what“.

Zinserhöhung im Euro-Raum

Leitzinsen im Vergleich

in Prozent



- (4) Das Hochplateau der Zinstreppe erreichte sie, als die Aktienkurse bereits abrutschten und die Wachstumsraten des BIP (vierteljährlich) deutlich zurückgingen; unter Berücksichtigung der Zeitverzögerung eine prozyklische Politik.
- (5) Sie verharrte im Rezessionsjahr 2002 lange Zeit mit 3,25% auf einem Niveau, das 75 Basispunkte über dem Boomjahr 1999 und bis Mitte 2006 noch über dem derzeitigen Niveau lag. Diese Haltung läßt sich nur vor dem Hintergrund erklären, daß sie damals Öffentlichkeit und Politik demonstrieren wollte und wohl auch mußte, sie erfülle ihren stabilitätspolitischen Auftrag konsequent. Hätte sie nicht eilfertig zur konjunkturellen Unzeit die Zinsen gesenkt, so wäre dieser stabilitätspolitische Durchhaltewille wohl überflüssig gewesen.
- (6) Seit Anfang 2003 liegt der Repo-Satz mit 2% preisbereingt auf der Höhe der japanischen Refinanzierungskosten und überflutet die Währungsunion und die Welt mit Liquidität.⁸
- (7) Seit März klettert sie in Trippelschritten von je 25 Basispunkten die Zinstreppe hoch, wobei der gewollte restriktive Zweck höchst zweifelhaft sein dürfte: Wenn die Wirtschaftssubjekte mit weiteren Zinsschritten rechnen, werden sie sich von

⁸ Otmar Issing (2006a, S.13): "Aber wir haben die niedrigen oder teilweise sogar negativen kurzfristigen Realzinsen immer wieder als Indiz dafür herausgestellt, daß unsere Geldpolitik sehr akkomodierend ist."

Investitions- und Konsumententscheidungen nicht abhalten lassen, um die noch relativ niedrigen Zinsen mitzunehmen.

Wenn die EZB – abgesehen von dem kurzen restriktiven Zeitraum – eine stark expansive Politik, die sich an den stagnierenden Staaten Deutschland, Frankreich und Italien ausrichtete, betrieben hat, welche Konsequenzen erwachsen daraus für die Mitgliedstaaten, deren Ampeln für wirtschaftliches Wachstum auf “Grün” standen? In der Tabelle sind die Inflationsraten in den Mitgliedstaaten seit der Konvergenzprüfung im Jahre 1997 aufgelistet worden. Daraus lassen sich einige bemerkenswerte Ergebnisse erkennen. Nachdem die D-Mark als Ankerwährung abgelöst wurde, hat sich sowohl die durchschnittliche Preissteigerungsrate als auch der Referenzwert – Durchschnittswert der drei preisstabilsten Mitgliedstaaten plus einem Zuschlag von 1,5 Prozentpunkten – deutlich erhöht. Auch hat die Streubreite der Inflationsraten deutlich zugenommen. Konnte im Jahre 1997 nur Griechenland nicht das Inflationskriterium erfüllen, so sind es in den letzten Jahren in der Regel drei bis vier

Preisentwicklung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euro-Raum

	B	D	FIN	FRA	GRI	IRL	I	L	NL	Ö	P	SP	EWU	Ø ^{a)}	Ref ^{b)}
1997	1,5	1,5	1,2	1,3	5,2^{c)}	1,2	1,9	1,4	1,9	1,2	1,9	1,9	1,6	1,2	2,7
1998	0,9	0,6	1,4	0,7	4,5	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	2,2	1,1	0,7	2,2
1999	1,1	0,6	1,3	0,6	2,1	2,5	1,7	1,0	2,0	0,5	2,2	2,2	1,1	0,6	2,1
2000	2,7	1,4	3,0	1,8	2,9	5,3	2,6	3,8	2,3	2,0	2,8	3,5	2,1	1,7	3,2
2001	2,4	1,9	2,7	1,8	3,7	4,0	2,3	2,4	5,1	2,3	4,4	2,8	2,3	2,0	3,5
2002	1,6	1,3	2,0	1,9	3,9	4,7	2,6	2,1	3,9	1,1	3,7	3,6	2,3	1,5	3,0
2003	1,5	1,0	1,3	2,2	3,5	4,0	2,8	2,5	2,2	1,3	3,3	3,1	2,1	1,2	2,7
2004	1,9	1,8	0,1	2,3	3,0	2,3	2,3	3,2	1,4	2,0	2,5	3,1	2,1	1,1	2,6
2005	2,5	1,9	0,8	2,3	3,5	2,2	2,2	3,8	1,5	2,1	2,1	3,4	2,2	1,4	2,9

a) Ø: Durchschnittswert der drei Mitgliedstaaten, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erzielt haben.

b) Ref: Der Referenzwert ergibt sich aus dem Durchschnittswert der drei preisstabilsten Mitgliedstaaten plus einem Zuschlag von 1,5 Prozentpunkten.

c) Die Preissteigerungen derjenigen Länder, die das Inflationskriterium verletzen, sind fett gedruckt.

Quelle: Europäisches Währungsinstitut, Konvergenzbericht 1998; Deutsche Bundesbank, Monatsberichte.

Mitgliedstaaten, die das Inflationskriterium verfehlen. Nahezu immer sind Griechenland und Spanien dabei und oft auch Portugal und Irland. Dies läßt die Vermutung aufkommen, daß die Währungsunion in der derzeitigen Zusammensetzung ein zu heterogener Wirtschaftsraum ist, als daß ein geldpolitischer Mantel allen Mitgliedstaaten passen würde. Auf das Problem “one size fits all” hat Karl Otto Pöhl (1997, S. 295) frühzeitig aufmerksam gemacht.

Die EZB (Monatsbericht Juni 2003, S. 94) macht geltend, daß die gegenwärtige Streuung der Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet weitgehend mit der Streuung vergleichbar sei, die bei den Großräumen der Vereinigten Staaten beobachtet würde. Dies wird mit dem Balassa-Samuelson-Effekt erklärt; doch kann dieser, wie auch die EZB weiß, nur eine relativ geringe Streuung erklären kann; denn aus den meisten empirischen Schätzungen ergebe sich, daß die durchschnittliche Inflationsrate in Ländern mit niedriger Teuerung höchstens einen halben Prozentpunkt unter der des Euro-Währungsgebiets

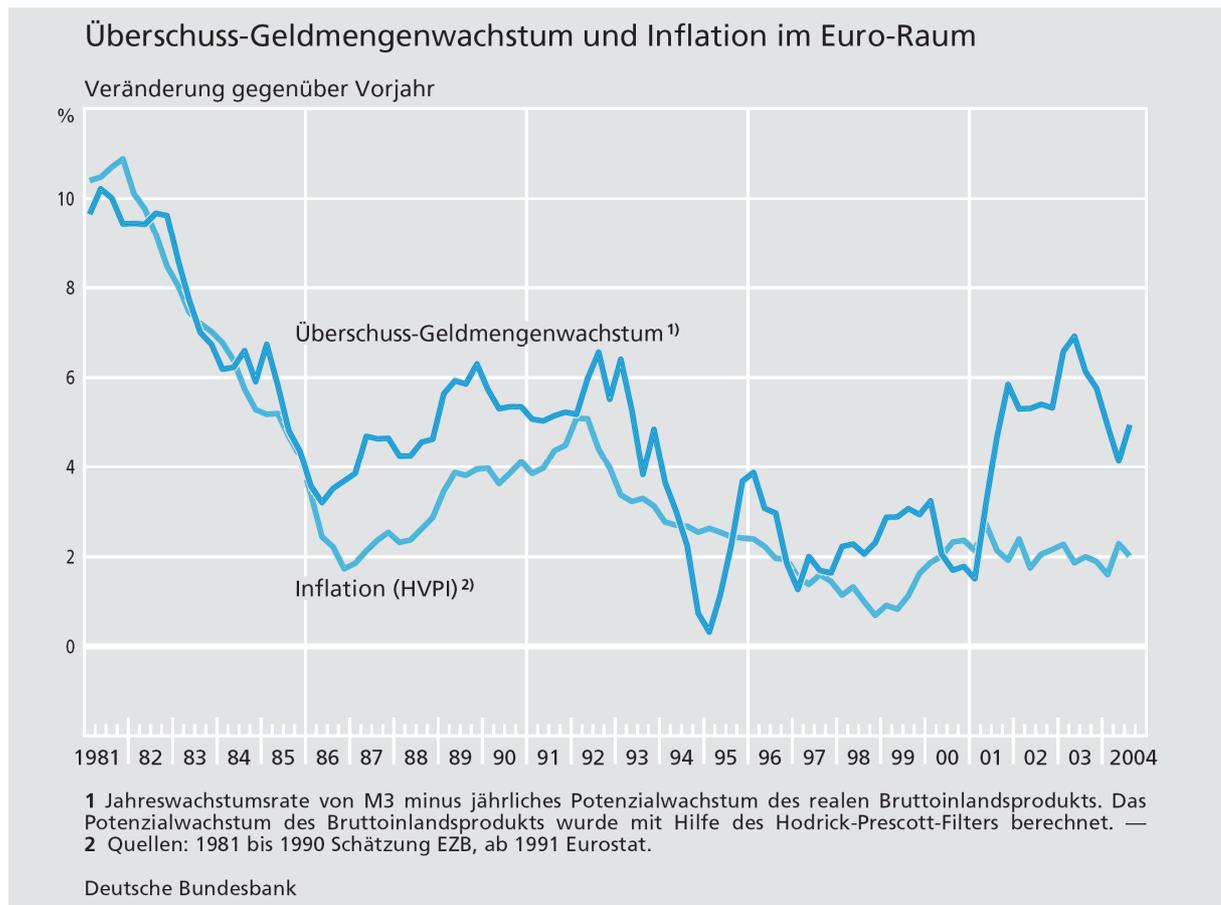
insgesamt liegen dürfte. Auch müßte das Ausmaß des Balassa-Samuelson-Effekts angesichts fortschreitender Konvergenz abnehmen. Hermann Remsperger (2004) führt noch regionale Angebots- und Nachfrageschocks sowie unterschiedliche Auswirkungen exogener Schocks wie Erdölpreiserhöhungen für die Divergenz an. Alle diese Erklärungen haben aber Schwierigkeiten zu erklären, wieso sie sich seit 1997 verstärkt hat, wieso einige Länder unterschiedlich stark über dem Referenzwert liegen und wieso manche dieser Länder wie Irland oder Luxemburg mal dem Referenzwert genügen und mal nicht. Es gibt eine einfache Erklärung für die Spreizung der Inflationsrate. Ein bekannter Spruch, den Keynesianer früher gerne ins Feld führten, um die mangelnde Durchschlagskraft expansiver Geldpolitik in bestimmten Phasen oder Ländern zu erklären, lautet: "Man kann die Pferde zur Tränke führen, aber saufen müssen sie selbst." Die unterschiedlichen inflationären Auswirkungen expansiver Geldpolitik können wir also mit unterschiedlicher „Trinklust“ in den jeweiligen Mitgliedstaaten erklären.

Die Bundesregierung Bundesregierung beklagt sich, daß das einheitliche Zinsniveau in der Eurozone den konjunkturellen Aufschwung bei uns behindert habe. Sie schreibt in ihrem Jahreswirtschaftsbericht 2006 (Kasten 13): "Sowohl Wirtschaftswachstum als auch die Inflationsraten und die Expansion der Kreditnachfrage entwickelten sich in einzelnen Mitgliedstaaten teilweise sehr unterschiedlich. Ein einheitlicher Nominalzinssatz kann für boomende Länder möglicherweise zu expansiv und für schwach wachsende zu restriktiv sein. Günstige monetäre Bedingungen wirken positiv auf Investitionsneigung sowie Kapitalakkumulation und damit auf das mittelfristige Wachstum des Produktionspotentials." Mit der impliziten Aussage, die gemeinschaftliche Geldpolitik habe die lange Stagnationsphase bei uns mitverursacht, sucht die Bundesregierung offenbar einen Sündenbock für eigene Versäumnisse. Stellen wir auf den inflationsbereinigten Repo-Satz ab, so lag und liegt er immer auch in Deutschland auf einem extrem niedrigen Niveau; angesichts der gestiegenen Inflationsrate lag das reale Zinsniveau auch im Frühjahr des Jahres 2006 noch unter dem Niveau des Rezessionsjahres 2003.

Fünfte These: Die Liquiditätsschwemme schlägt sich nicht so sehr in Preissteigerungen nieder, sondern begünstigt strukturelle Fehlentwicklungen

Die Bundesbank hat in einem Schaubild den Zusammenhang von trendbereinigter Geldmengenentwicklung und Inflation für den Zeitraum 1981-2004 herausgestellt.⁹ Zieht man die Geldmengenkurve M3 für die beiden letzten Jahre unter Berücksichtigung des Potentialwachstums des Bruttoinlandsprodukts mit ca. 1,5% aus, so hat sich für diese Zeit die Schere zwischen Überschuß-Geldmengenwachstum sogar noch weiter geöffnet.

⁹ Eine Nachfrage bei der Deutschen Bundesbank ergab, dass sie eine regelmäßige Aktualisierung nicht vornimmt, zumal die Graphik mit jeder Aktualisierung ein anderes Aussehen annehmen würde; denn die Verwendung des Hodrick-Prescott-Filters zur Berechnung des Potentials wirke sich stets auf den gesamten Verlauf aus (Schreiben von J. Reischle, Deutsche Bundesbank, vom 1. März 2006).



An dieser Graphik ist folgendes bemerkenswert:

- (1) Die Übereinstimmung von Inflation und Geldmengenentwicklung bis 1998;
- (2) die Konsequenz, mit der die Bundesbank über eine stabilitätsorientierte Geldpolitik während der 90er Jahre die Inflationsrate gedrückt hat;
- (3) der durchgehend expansive Kurs der EZB seit der Ablösung der Bundesbank als der im EWS für die Geldmengenentwicklung verantwortlichen Zentralbank;
- (4) das Auseinanderklaffen von Geldmengenentwicklung und Inflationsrate seit 1999.

Wäre der bis 1998 geltende Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflationsrate heute noch dominant, dann müsste die Inflationsrate bei etwa 5% liegen, und niemand würde von einer konsequenten Stabilitätspolitik sprechen. Daraus resultiert die Frage: Wieso schlägt sich die expansive Geldmengenentwicklung nicht in entsprechenden Preisen nieder? Wir wollen das besonders für die deutsche Volkswirtschaft zeigen, das als einziges Mitgliedsland durchgehend zu derjenigen Gruppe gehörte, deren Inflationsraten maßgeblich für den Referenzwert in der Währungsunion ist.

Empirische Untersuchungen zeigen einen signifikanten Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten und Inflation. Stiegen diese, so reagierte auch das Preisniveau. So haben Samuelson und Solow (1960, S. 177 ff.) die ursprüngliche Phillipskurve, die einen Zusammenhang zwischen nominalen Lohnsteigerungen und Arbeitslosigkeit einfiel, in ihre modifizierte Phillipskurve transformiert, indem sie auf der Ordinate die

durchschnittliche Produktivitätsentwicklung absetzen und die Nominallohnsteigerung durch die Inflationsrate ersetzen. Wenn wir uns daraufhin die Entwicklung der Lohnstückkosten in Deutschland anschauen, so verharren diese auf dem Niveau des Jahres 2000, weil die Gewerkschaften in ihren Lohnforderungen im Vergleich zu früher maßvoll auftreten. Sie hätten bis vor kurzem wegen der außerordentlich hohen Arbeitslosigkeit bei uns und wegen der dümpelnden Konjunktur keinen Lohnkampf durchsetzen können. Der abgebrochene Metallarbeiterstreik in den neuen Bundesländern steckt ihnen überdies noch in den Knochen. Aber für die schwache Konjunktur trägt die EZB mit ihrer Niedrigzinspolitik wahrlich keine Verantwortung; denn die Liquiditätströge sind übervoll – ähnlich wie in Japan. In Japan käme niemand auf die Idee, die „Nullzinspolitik“ für die Deflation verantwortlich zu machen. Insofern denke ich, dass wir über das „Preisrätsel“ – Auseinanderklaffen von Geldmengenwachstum und Inflation – am ehesten Aufschluss bekommen, wenn wir zunächst auf die lange Zeit stagnierende konjunkturelle Entwicklung, auf die zur Zurückhaltung genötigten Gewerkschaften und auf die stagnierenden Realeinkommen schauen.

Das starke Gewicht der deutschen Inflationsrate im HVPI drückt natürlich den Durchschnittswert erheblich. Ein zweites kommt hinzu. Der geringere Preisanstieg entspricht einer realen Abwertung des deutschen Euro bzw. einer realen Aufwertung der Länder mit höherem Preisanstieg. Der deutsche Exportüberschuss füllt die Güterlücke dieser Länder und liefert damit einen maßgeblichen Beitrag zu einer relativ niedrigen Inflationsrate. Deutschland exportiert Stabilität, und die anderen importieren Stabilität.

Vertreter der EZB haben zur Begründung ihres stabilitätspolitischen Erfolgs auf die Kerninflationsrate verwiesen, die deutlich unter dem Anstieg des harmonisierten Preisindex liege. Es sei eigens darauf hingewiesen, daß sich die Bundesbank (A. Weber 2006, S. 3) diese Interpretation nicht zu eigen macht. Entscheidend ist dabei, ob wir die Kerninflationsrate als Frühindikator für den HVPI ansehen können oder ob sich nicht umgekehrt die Kerninflationsrate dem HVPI nähert. Wenn ferner die hohen Erdölpreise auf den Preisindex durchschlagen, wird das Realeinkommen entsprechend abgesenkt. Auch hat die Liquiditätsschwemme für entsprechende Überwälzungsspielräume gesorgt. Die hohen Erdölpreise binden so überschüssige Liquidität. Der Erdölpreisanstieg spiegelt auch das starke weltwirtschaftliche Wachstum und die entsprechend hohe Nachfrage nach Erdöl wider. Das weltweite Wachstum speist sich aus den reichlich sprudelnden Liquiditätsquellen in Japan, Europa und den USA. Die billigen Importe aus Südostasien und besonders aus China drücken ihrerseits die Kerninflationsrate. Die wiederholten Warnungen der EZB vor lohnpolitischen Zweitrundeneffekten können in der Weise gedeutet werden, daß ihr die stabilitätspolitischen Zügel aus der Hand geglitten sind. Die Höhe der Inflationsrate hängt dann vom gewerkschaftlichen Wohlverhalten ab. Damit hätte sich die EZB der Position der unabhängigen Variablen begeben.

Unser Urteil über die Geldpolitik der EZB lautet: Sie ist nicht verstetigend angelegt, sondern reagiert auf die jeweiligen konjunkturellen Herausforderungen. Nach einer Phase extremer Billig-Geld-Politik erhöht sie derzeit die Zinsen, um einer sich ausbreitenden inflationären Tendenz entgegenzuwirken. Es ist, so scheint es, die traditionelle Erkenntnis aus dem Bewußtsein geschwunden, daß eine Billig-Geld-Politik strukturelle Fehlentwicklungen auslösen kann, die zu hohen betriebs- und volkswirtschaftlichen Schäden führen. Auch Otmar Issing (2006 b) ist sich dessen bewusst: „Der sehr expansive Kurs der Geldpolitik hat die Liquidität global wie im Euro-Raum stark erhöht. Die hohe Liquidität birgt ein inflationäres Potenzial in sich. Sie hat auch dazu beigetragen, dass bei der Jagd nach Renditen die Risikoprämien so abgeschmolzen sind, dass sie für viele

Anlagen das wirkliche Risiko nicht angemessen abbilden.“ Das ist die vor Keynes herrschende Auffassung gewesen, die auf Kurt Wicksells Zinsspannentheorem und auf der von Eugen von Böhm-Bawerk inspirierten österreichischen Konjunkturtheorie (Ludwig v. Mises und F.A. v. Hayek) basierte. Die wicksellsche Variante stellt auf die durch kumulative Prozesse verursachte Preissteigerungsrate ab, die die nachsteuernde Geldpolitik bekämpfen will und so einen kumulativen Prozess nach unten auslöst. Doch hat die Liquiditätsschwemme vergleichsweise wenig die Konsumentenpreise getrieben; sie hat sich andere Wege gesucht, indem sie die Preise und Kurse von Immobilien, Aktien und festverzinslichen Wertpapieren nach oben getrieben hat. Eine weitere strukturelle Fehlentwicklung wird womöglich mit der sich verstärkenden Übernahmewelle eingeleitet, die überwiegend aus Krediten finanziert wird. Wenn ferner die Gewinnmöglichkeiten bei realer Nullzinspolitik über „Carry trade-Geschäfte“ ins Unendliche verlängert werden können, dann sinkt die Furcht vor eventuellen Risiken. Dann überkommt die Akteure eine Art „Pangloss-Stimmung“ (Paul Krugman). Solange genügend Leute an ihre Chance glauben, können sie auch nicht verlieren. Und schließlich gehen auch die Vernünftigen mit, weil sie nicht länger unter Rechtfertigungsdruck stehen wollen. Und die Blase wächst und wächst. Verschärfen die Zentralbanken ihren restriktiven Kurs, um einer möglichen Überhitzung und einem vermuteten inflationären Druck entgegenzuwirken, laufen sie Gefahr, die Blase zum Platzen zu bringen.

Sechste These: Die Europäische Währungsunion hinkt eher noch stärker

Die Währungsunion wird eine „hinkende Konstruktion“ genannt (R. Jochimsen 1998, S. 167 ff.), weil die Vergemeinschaftung des Geldes nicht von einer entsprechenden politischen Vertiefung begleitet wurde. Wie stark ist die politische Bereitschaft, dieses Versäumnis nachzuholen oder erzwingt das währungspolitische Voranpreschen gewissermaßen selbsttätig die notwendige politische Vertiefung („Sachzwangstrategie“)? Die Deutsche Bundesbank (Monatsbericht Oktober 1990, S. 41) hat vor Abschluss des Maastricht-Vertrages auf die politische Voraussetzung des Gelingens der Europäischen Währungsunion hingewiesen: „Letzten Endes ist eine Währungsunion damit eine nicht kündbare Solidargemeinschaft, die nach aller Erfahrung für ihren dauerhaften Bestand eine weitergehende Verbindung in Form einer umfassenden politischen Union benötigt.“ Während die Euro-Optimisten offensichtlich darauf setzten, daß bereits die Vergemeinschaftung der geldpolitischen Aktionsparameter und die in den letzten Jahren erzielten Stabilitätserfolge (MF Bofinger TZ. 3 und 9) die Basis für eine funktionsfähige Währungsunion seien, sahen die Euro-Skeptiker ein nach wie vor wirtschaftlich, sozial und interessenpolitisch noch uneiniges Europa, auf das von oben eine monetäre Einheit gestülpt werde (MF Ohr I, Tz. 9). Auch für den politischen Betreiber der Währungsunion, Helmut Kohl, mußte die Währungsunion auf einer politischen Union gegründet sein: „Man kann dies nicht oft genug sagen. Die politische Union ist das unerlässliche Gegenstück zur Wirtschafts- und Währungsunion. Die jüngere Geschichte, und zwar nicht nur die Deutschlands, lehrt uns, daß die Vorstellung, man könne eine Wirtschafts- und Währungsunion ohne politische Union auf Dauer erhalten, abwegig ist.“¹⁰

Wir wollen zunächst klären, warum allgemein eine politische Fundamentierung der Währungsunion als notwendig erscheint und wie diese aussehen könnte. Für Ökonomen liegen die Vorteile einer Währungsunion auf der Hand: Wegfall von Informations- und Transaktionskosten, tieferer Kapitalmarkt, Intensivierung der grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsströme, bessere Ausschöpfung des Ressourcenbestandes sowie größeres Gewicht in der Weltwirtschaft. Von den erhofften Vorteilen können

¹⁰ Deutscher Bundestag, Stenographische Berichte, 6.11.1991.

Mitglieder, wenn sie einmal in die Währungsunion aufgenommen worden sind, nicht mehr ausgeschlossen werden; ferner verbrauchen sich diese Vorteile nicht. Wegen Nicht-Ausschließbarkeit und Nicht-Rivalität können wir dem Euro „Kollektivgut-Charakter“ zuschreiben. Da die Mitgliedstaaten zuvor nachzuweisen hatten, daß sie die Zutrittsbedingungen erfüllten, können wir von einem „Club-Gut“ sprechen. Die Vorteile fallen jedoch nur an, wenn sich die Mitgliedstaaten auf eine politische Linie verständigen, die es der EZB erlaubt, ihre Rolle als Hüterin der Währung wahrzunehmen.

Wenn sich zuvor Mitgliedstaaten der EU Haushaltsdefizite leisteten und sich über Inflation entschuldeten, so waren Abwertungen unausweichlich. Für diese Politik mussten die nationalen Bevölkerungen mit Entwertungen ihrer Ersparnisse und mit Realeinkommensminderungen geradestehen. In einer Währungsunion ist bei unsolider nationaler Haushaltspolitik nicht mehr bloß die nationale Volkswirtschaft betroffen, sondern die EWU überhaupt. Wenn man die Kosten inflationärer Politik auf die Gesamtheit fortwälzen kann, ist nicht ausgeschlossen, dass nationale Regierungen genau wie individuelle Akteure die „free rider-Position“ einzunehmen versuchen.¹¹ Klaus Gretschmann (2001, S. 26), als früherer Scherpa im Bundeskanzleramt und Generaldirektor beim Rat der Europäischen Union mit politischen Willensbildungsprozessen eng vertraut, schreibt: „Offensichtlich verhalten sich Nationalstaaten – allen Schwächen einer (neo)rationalistischen Integrationsinterpretation zum Trotz – wie rational agierende ‚Nutzenmaximierende Akteure‘ der ökonomischen Theorie.“ Setzen die Regierungen in den einzelnen Mitgliedstaaten nationale Interessen über die Einhaltung supranationaler Pflichten, so ist und bleibt die Währungsunion eine fragile Konstruktion, die bei einem kräftigen politischen Sturm oder ausgeprägten ökonomischen Schocks – ob exogen oder endogen bleibt sich gleich – auseinander brechen kann. Um die Wirtschaftssubjekte oder Nationalstaaten an der Einnahme von „free rider-Positionen“ zu hindern, muss es entsprechende Institutionen geben, die mit Sanktionsgewalt ausgestattet sind. Grundsätzlich gibt es zwei Möglichkeiten zur Sicherung der Produktion eines Kollektivgutes:

Modell (1): Ein Hegemon könnte die Akteure zu einem stabilitätskonformen Verhalten zwingen. Für die EU bedeutet das: Bildung einer gemeinschaftlichen Exekutive durch Weiterentwicklung der EU-Kommission in Richtung einer gemeinschaftlichen Regierung und Kontrolle durch das Europäische Parlament, das nun die Rechte eines wirklichen Parlaments erhält, und schließlich die Mutierung des Ministerrats zu einer Art zweiter Kammer.¹²

Modell (2): Die Mitglieder dieser Form von politischer Union sind bereit, gemeinsame Probleme in einem europäischen Sinne zu lösen, also anzuerkennen, dass es ein europäisches Interesse gibt, hinter dem im Zweifel nationale Interessen zurückstehen müssen. Um einer Verletzung der Spielregeln vorzubeugen, müssen bei Regelverstößen Sanktionen greifen: sanktionsbewehrtes Regelsystem. Der dem Maastricht-Vertrag nachgeschobene Stabilitäts- und Wachstumspakt mit seinen finanziellen Bußen bei der Feststellung eines exzessiven Haushaltsdefizits entspricht diesem Ansatz. Schließlich

¹¹ O. Issing (1995, S. 5) schreibt: „Die Währungsunion vermindert aber auf der anderen Seite die Hemmschwelle für die staatliche Kreditaufnahme, indem unter dem Regime der gemeinsamen Währung das Wechselkursrisiko entfällt und die zinssteigernde Wirkung erhöhter nationaler Haushaltsdefizite im gemeinsamen Kapitalmarkt abgeschwächt wird. Die Partner haben die negativen Auswirkungen fiskalischen Fehlverhaltens eines Mitgliedstaates über höhere Zinsen mit zu tragen, der Kapitalmarkt einer gemeinsamen Währung schafft somit ohne entsprechende Vorkehrungen einen Anreiz zu höheren Defiziten, erzeugt also ein moral-hazard-Problem“.

¹² Diese Konzeption findet sich in Grundzügen im Schäuble-Lamers-Papier aus dem Jahre 1994 und in der darauf aufbauenden Sicht des früheren deutschen Außenministers J. Fischer (2000).

finden sich die Mitgliedstaaten – wenn auch nach komplizierten Abstimmungsprozessen – zu gemeinschaftlichen Aktionen etwa in der Außen- und Sicherheitspolitik zusammen.

Es ist evident, dass solche Konzeptionen nicht in einem raschen Tempo und nicht immer folgerichtig konkretisiert werden können, aber es müssten doch Fortschritte in dieser Richtung erkennbar sein. Ein Urteil über Modell (1) ist rasch gefällt: Es ist zur Zeit keine nachhaltige Entwicklung in Richtung politischer Fundamentierung durch eine handlungsfähige Exekutive erkennbar, die die Nationalstaaten zur Einhaltung supranationaler Pflichten zwingen könnte, und es wird auch sobald keine geben. Überdies ist nicht auszuschließen, dass eine starke Exekutive und ein aufgewertetes Europäisches Parlament auf die EZB im jeweiligen politischen Interesse einwirken würden. Eine Politisierung des europäischen Geldes wäre nach aller Erfahrung unweigerlich mit einer Qualitätsminderung des gemeinsamen Geldes verbunden.

Ob sich die Mitgliedstaaten im Sinne des Modells (2) einander angenähert oder voneinander entfernt haben, ist natürlich auch eine Frage des theoretischen Vorverständnisses. Bei möglichen Rückschlägen, kann man – wie Robert Mundell es tut (2004) – auf die Sentenz zurückgreifen: „Rome was not built in a day, and nor should Europe.“ Wenn wir aber die Regierungskonferenzen im Hinblick daraufhin überprüfen, ob die nationalen Regierungen in Amsterdam und Nizza bereit waren, nationale Interessen hinter supranationalen Belangen zurücktreten zu lassen, so werden wir enttäuscht. Es ist nicht erkennbar geworden, daß die Mitgliedstaaten Problemlösungen in einem europäischen Sinne vorantreiben – im Gegenteil.¹³ Jüngst hat Karl Otto Pöhl (in: Issing 2006 c) gesagt, daß er den Bestand der Währungsunion gefährdet sehe; die politische Union sei in letzter Zeit ins Stocken geraten und gleichzeitig laufe die wirtschaftliche Entwicklung in den Euro-Ländern auseinander. Daraus könnten politische Spannungen entstehen, die die Währungsunion in eine Krise bringen könnten: „Die letzte Entscheidung über den Euro ist noch nicht gefallen. Ich bin besorgt, dass die Konstruktion fragil ist.“ Auch für Otmar Issing (2006 c) hat der politische Wille, die Währungsunion durch die notwendigen Reformen in Finanz- und Arbeitsmarktpolitik abzusichern, nicht zu-, sondern abgenommen.

Siebte These: Das sanktionsbewehrte Regelsystem greift nicht, stattdessen folgen die Regeln dem Verhalten.

Bei der Abfassung des Maastricht-Vertrages haben die Vertragspartner auf das geachtet, was sie politisch haben wollten: eine gemeinsame Währung, eine gemeinsame Zentralbank und symmetrische Willensbildung im Zentralbankrat. Die damit verbundenen Pflichten waren im Vertrag angesprochen worden, ohne jedoch die Mitgliedstaaten strikt darauf zu verpflichten. Der für die Disziplinierung der nationalen Finanzpolitiken

¹³ Das Urteil von Kurt Biedenkopf (1999, S.23) über die Amsterdamer Konferenz (1997) lautet: „Der Vertrag von Amsterdam hat uns der politischen Union nicht näher gebracht. Eher sind Elemente einer Renationalisierung wichtiger Problemfelder sichtbar geworden. Wir werden deshalb mit der EWU eine gemeinsame Währung einführen, ohne über gemeinsame, demokratisch legitimierte Strukturen zu verfügen, die die wesentlichen Aufgaben einer politischen Union wahrnehmen können.“ – Wenn man Stimmungsberichte über den Verlauf und Aufzeichnungen über den Verhandlungsstil der Regierungskonferenz in Nizza (2000) analysiert, dann gewinnt man den Eindruck, dass die Mitglieder im Konferenzraum krämerhaft um nationale Vorteile gefeilscht haben: Nicht über das Schicksal der europäischen Union wurde gesprochen oder wie sie auf die kommenden Herausforderungen vorbereitet werden kann; jeder Mitgliedstaat schaute bloß darauf, ob er gegenüber den anderen nicht zu kurz kam (W. Hankel et al. 2001, S. 252 ff.). Das ist verständlich; aber die EU wäre nicht zustande gekommen, wenn bei früheren Verhandlungen nur an nationale Interessen und nicht an das europäische Wohl gedacht worden wäre.

vorgesehene Art. 104c EGV (Maastrichter Fassung) enthielt im Wesentlichen nur „Kann-Bestimmungen“. Es war den Experten, aber auch den verantwortlichen Politikern klar, dass ohne bindende Vorschriften die Zukunft der Währungsunion gefährdet sei. Der damalige Kommissionspräsident, Jacques Santer (1995), warnte jedoch vor einer Regierungskonferenz, die solche Versäumnisse hätte beheben können, weil dann auch Wünsche nach Aufweichung der Vorschriften auf den Verhandlungstisch gekommen wären: Nachverhandlungen über die Ausgestaltung kämen dem Öffnen der Büchse der Pandora gleich.¹⁴

Die Deutsche Bundesbank hat auf diese offene Flanke frühzeitig hingewiesen (Monatsbericht Oktober 1990, S. 43). Das Währungsrisiko fiskalpolitischer Fehlentwicklungen einzelner Mitgliedstaaten müssten in einer Währungsunion letztlich von allen gemeinsam getragen werden. Das hiermit verbundene Moral-Hazard-Problem (H.Tietmeyer 2005, S. 229) dürfe nicht unterschätzt werden; in der Historie seien Währungsunionen in Europa zumeist an divergierenden Entwicklungen der Staatsfinanzen ihrer Mitglieder gescheitert. Die Bundesregierung hat schließlich – gedrängt von der Deutschen Bundesbank – mit dem Vorschlag eines sanktionsbewehrten Stabilitätspakts die Initiative ergriffen (J. Stark 2001, S. 77f.). Dieser Pakt sah bei Verfehlen des Defizitkriteriums automatische fiskalische Sanktionen vor. Die ökonomische Logik liegt auf der Hand: Moral hazard-Verhalten muss unter Androhung und Beitreibung finanzieller Bußen verhindert werden. Die politische Logik ist schwerer verständlich: Sollte ein Land trotz versuchter finanzpolitischer Zurückhaltung zu Bußen verurteilt werden, so würde das Defizit ja zunehmen und die öffentliche Meinung gegen das europäische Projekt mobilisiert werden. Daher liegt der politische Sinn solcher Regeln darin, dass die nationalen Haushalte vor Eintritt in die Währungsunion auf strukturelle Defizite hin geprüft und entsprechend saniert werden. Also sollte die Sanktionsandrohung im vorhinein disziplinierend wirken.

Der damalige deutsche Finanzminister, Theo Waigel, verkündete, die Sanktionsandrohung ohne Abstriche durchsetzen zu wollen. Vor dem entscheidenden Gipfel in Dublin (13./14.12.1996) bekräftigte er seine Entschlossenheit: Bei dem Abschluss des geplanten Stabilitätspaktes stehe man nicht unter Zeitdruck; es werde so lange verhandelt, bis die Automatik drin sei.¹⁵ Doch hat sich auf dem Gipfel die französische Verhandlungsposition durchgesetzt.¹⁶ Der Ersatz automatischer Sanktionen durch ein automatisches Sanktionsverfahren, indem anhand von Indikatoren politisch über ein „exzessives Haushaltsdefizit“ entschieden werden soll, hat die innere Logik des Verfahrens grundlegend geändert. Bei Akzeptanz des ursprünglichen Ansatzes hätten die Mitgliedstaaten ihren Haushalt vor, bei oder spätestens unmittelbar nach Eintritt in die Währungsunion „maastricht-fest“ machen müssen. Nach Aufweichung des Sanktionsmechanismus konnten die Mitgliedstaaten darauf vertrauen, dass sie bei den entscheidenden Sitzungen genügend Stimmen organisieren könnten, um eine Verurteilung

¹⁴ Anton Szász (1997, S. 5), ehemaliges Mitglied im Direktorium „De Nederlandsche Bank“, kommentiert das wie folgt: „Man ist sich einig, daß dazu der Vertrag nicht geändert werden soll, weil man dann diese Frage auf der laufenden Regierungskonferenz erörtern müsste. Die Vermutung liegt nahe, daß nicht die Erzwingbarkeit verstärkt, sondern die Verpflichtungen geschwächt würden. Diese Befürchtung deutet nicht auf großes Vertrauen hin, obwohl man sich der Notwendigkeit der Sache – Haushaltsdisziplin – bewusst ist. Aber realistisch ist die Befürchtung schon.“

¹⁵ ZDF, Interview, in: Bonn Direkt, 07.12.1996

¹⁶ Auf der Pressekonferenz der französischen Verhandlungsdelegation stellte der französische Staatspräsident Jacques Chirac (1996) klar: „Was wir allerdings nicht akzeptieren wollten, war ein Automatismus, den die Deutschen zu Beginn wünschten. Den gibt es nun nicht.“ Europäischer Rat in Dublin. Pressekonferenz des französischen Staatspräsidenten Jacques Chirac, Dublin am 14. Dezember 1996; Frankreich-Info, Bonn, vom 19. Dezember 1995; abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 80/31. Dezember 1996; S. 12

zu verhindern. So ist es auch gekommen. Im Kern heißt das: Das Verhalten der nationalen Regierungen richtet sich nicht nach den Regeln des Pakts, sondern die Regeln werden dem Verhalten angepasst. Dass ausgerechnet die deutsche Bundesregierung hierauf gedrängt hat, nennt der frühere Bundeskanzler Helmut Kohl ein „wirkliche Schande.“¹⁷

Allgemein wurde die abqualifizierende Bemerkung von Romano Prodi, früherer Präsident der EU-Kommission, als Placet der EU-Kommission zur Aufweichung der Regeln angesehen (2002): „Le pacte de stabilité est stupide comme toutes les décisions qui sont rigides.“ Doch lehnen auch namhafte – in der Regel keynesianisch orientierte – Wirtschaftswissenschaftler solche verhaltensteuernden Regeln ab, weil sie Regierungen hinderten, auf exogene Schocks angemessen zu reagieren. Doch wird übersehen, daß sanierte Haushalte über die passiven Stabilisatoren konjunkturkonform reagieren könnten und Bußen erst bei einem wiederholten exzessiven Defizit fällig würden. Manche sehen den Sinn solcher Regeln eher darin, dass sich die Sünder rechtfertigen müssten („Prangerfunktion“ des Stabilitätspaktes) und sich daher größerer finanzpolitischer Disziplin befleißigten. Dieser Demonstrationseffekt verschleißt sich natürlich auf Dauer, zumal die drei großen Kernländer zu den notorischen Sündern gehören.

Achte These: Das Wechselkursventil ist verstopft, und die Arbeitsmärkte reagieren nicht flexibel auf die Herausforderungen.

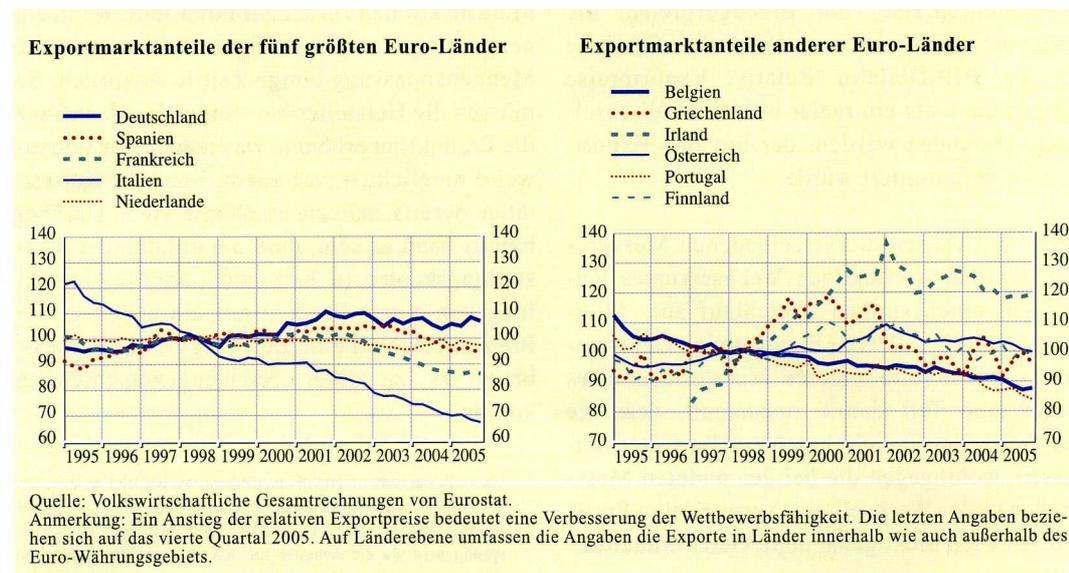
David Marsh, kundiger und engagierter Beobachter des Integrationsprozess schreibt (2006): „Italiens Wettbewerbsfähigkeit hat sich seit dem Ersatz der Lira laut OECD-Statistik um 15 Prozent verschlechtert, gegenüber Deutschland sogar um 22 Prozent. Das Land bekommt seine Inflation nicht in den Griff, deswegen steigen die Löhne. Und der früher übliche Ausweg – die Abwertung der Lira – ist verbaut.“ Auf die Notwendigkeit flexibler Arbeitsmärkte als Konsequenz der Währungsunion haben vor allem die Euro-Skeptiker verwiesen (MF Ohr I, Tz.8): „Die ökonomisch schwächeren europäischen Partnerländer werden bei einer gemeinsamen Währung einem verstärkten Konkurrenzdruck ausgesetzt, wodurch sie aufgrund ihrer geringeren Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit wachsende Arbeitslosigkeit erfahren werden.“ Sie haben das in ihrem zweiten Manifest bekräftigt (MF Ohr II, Tz.4): „Da der Wechselkurs in einer Währungsunion nicht mehr als Anpassungsinstrument zur Verfügung steht, müssen die Arbeitsmärkte erheblich flexibler werden – in Deutschland, aber auch anderswo.“ Die Euro-Optimisten (MF Bofinger, Tz.1) sahen gerade in der Beweglichkeit der Wechselkurse innerhalb der EU die Ursache für die steigende Arbeitslosigkeit in Deutschland: „Wegen der Devisenturbulenzen der vergangenen Jahre sind unzählige Arbeitsplätze verlorengegangen. Die übertriebene Mark-Aufwertung zwischen 1991 und 1995 ist eine wichtige Ursache für das schwache Wachstum und die gegenwärtige Arbeitslosigkeit: Allein durch die Aufwertung ist in diesem Zeitraum das deutsche Kostenniveau gegenüber dem Rest der EU um gut 17 Prozent gestiegen.“ Starke Lohnschübe in einzelnen EU-Ländern hielten sie „allein wegen des intensiven Konkurrenzdrucks“ für unwahrscheinlich (MF Bofinger, Tz.6).

Bei unterschiedlicher Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit in einzelnen Mitgliedstaaten müssen die Arbeitsmärkte auf zweierlei Art und Weise reagieren können:

¹⁷ „Daher ist es eine wirkliche Schande, dass ausgerechnet Deutschland die Stabilitätskriterien nicht einhält und zu tricksen versucht. Ich kann zu diesem Schandstück deutscher Politik nicht schweigen. Denn wir verspielen bei unseren europäischen Nachbarn und in der Welt unser Vertrauen. Unsere Bürger haben ein Recht darauf, dass der Euro eine stabile Währung bleibt. Was da geschieht, ist ein Verrat an der engen deutsch-französischen Zusammenarbeit“ (Interview in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24. Februar 2003).

- (1) Bei regional unterschiedlichen Arbeitsmarktsituationen müssen Arbeitskräfte in die Regionen wandern können, die höhere Beschäftigungschancen versprechen, so wie das innerhalb Deutschlands und besonders innerhalb der USA möglich ist.
- (2) Unternehmen müssen sich auf geänderte Angebots- Nachfragekonstellationen rasch einstellen können. Die Gewerkschaften müssen dabei Hilfestellung leisten.

In Deutschland haben die international tätigen Unternehmen auf mangelnde Flexibilität mit Standortverlagerungen reagiert und so ihre Konkurrenzfähigkeit gehalten oder sogar ausgebaut. Geholfen hat ihr und der deutschen Industrie überhaupt die lohnpolitische Zurückhaltung der Gewerkschaften. Im letzten Jahrzehnt (1996-2006) sind die Lohnkosten je Produkteinheit konstant geblieben. Der deutschen Wirtschaft war es deshalb möglich, ihre Marktanteile in der EU, aber auch in der Welt insgesamt noch auszubauen. Die EZB (Monatsbericht Juli 2006, S.80 f.) hat in ihrer Bewertung der „Wettbewerbsfähigkeit und Exportentwicklung des Euro-Währungsgebiets“ außerordentlich starke Divergenzen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Währungsunion diagnostiziert: In einigen Ländern, vor allem in Belgien, Griechenland, Spanien und Italien sei sie beträchtlich gesunken; in Deutschland, Frankreich, Österreich und Finnland habe sie deutlich zugenommen; in Irland, Niederlande und Portugal sei sie praktisch unverändert geblieben. Dabei ist der Rückgang der Exportmarktanteile in Italien und Belgien geradezu dramatisch. Der Index (1998=100) sank im letzten Jahrzehnt in Belgien von 110 auf unter 90, in Italien von 120 auf unter 70.



Unterstellen wir, dass bei dieser Konstellation flexible Wechselkurse ihre Arbeit tun könnten, so würden sie die unterschiedliche preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch Abwertungen und Aufwertungen ausgleichen. Da eine autonome Geldpolitik, die in den abwertungsverdächtigen Ländern durch einen restriktiven Kurs Kapital anziehen und Tarifvertragsparteien zur Mäßigung anhalten könnte, nicht möglich ist und eine auf Entschuldung gerichtete Finanzpolitik nicht gewollt ist, fragt man sich, wie diese Diskrepanz auf Dauer beseitigt werden soll. Otmar Issing konstatiert (2006 b), dass aus Verschiebungen in der Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten große Spannungen

entstehen könnten und auch bereits entstanden seien. Einige Länder hätten sich in eine schwierige Situation manövriert. Sie mussten alles tun, um ihren Kurs zu ändern. Doch folgert er: „Der Bestand der Währungsunion wird dadurch aber nicht gefährdet.“ Doch dann müssten sich aber die Politiker in diesen Ländern zu Taten aufraffen, zu denen sie bisher nicht bereit waren – zu solider Finanzpolitik und Schaffung flexibler Arbeits- und Gütermärkte. Dabei vertraut Issing nicht auf politische Einsicht sondern „mehr auf die Zwangsläufigkeit der Reaktionen der Politik auf die Probleme, die sie sich selber geschaffen hat. Das ist ein Stück weit pathologisches Lernen. Das hätte man sich besser erspart.“ Die politische Antwort für einen Wirtschafts- bzw. Währungsraum, in dem der Wechselkurs für einzelne Regionen oder Mitgliedstaaten nicht der preislichen Wettbewerbsfähigkeit entspricht, lautet in aller Regel: Transfers von den Überschuss- zu den Defizitländern. Immerhin haben auch die Euro-Optimisten (MF Bofinger, Tz.6) eine solche Entwicklung nicht ausgeschlossen, wenn sie seinerzeit die Ängste vor einer Transferunion für übertrieben hielten.

Neunte These: Die deutsche Volkswirtschaft beschert als „Stillhalter ohne Prämie“ dem Euro-Club die Euro-Dividende und finanziert den Gegenwartskonsum der Defizitländer

In der Diskussion um die Wirkungen der Währungsunion wird die Frage nach dem „cui bono“ nahezu ausgeklammert. Im Vorfeld sind die Fragen um die Verwendung des Notenbankgewinns und die Eventualität von Transfers diskutiert worden. Vergleicht man die Überweisungen der Deutschen Bundesbank an die deutsche Bundesregierung mit den Anteilen, die ihr nun aus dem Notenbankgewinn zustehen, so ist doch ein beträchtlicher Abfall zu konstatieren. Das soll nicht heißen, daß wir dieses Phänomen nach der Argumentationsfigur des „post hoc ergo propter hoc“ auf die Existenz der Währungsunion zurückführen und den wohl nicht intendierten Aderlaß dieser Institution zuschreiben wollen, doch sollte dieser Zusammenhang zumindest Anlaß sein, den Verteilungswirkungen der Währungsunion nachzuspüren. Eine öffentliche Debatte wird darüber nicht geführt. Einzelne Autoren machen, wie Dieter Spethmann, in „E-mails“ an Politiker und interessierte Beobachter auf die Verteilungswirkungen der Währungsunion aufmerksam. Andere Wortmeldungen finden keine Aufnahme in den großen überregionalen Blättern.

Die Währungsunion ist im Prinzip eine Haftungsgemeinschaft. Wenn der Fortbestand der Währungsunion über jeden Zweifel gestellt wird, können Transfers nicht generell ausgeschlossen werden. Damit übernehmen die Überschussländer eine stillschweigende Bürgschaft für die Defizitländer. In einem System stabiler Wechselkurse konkurrierender Währungen hätte ein Land entweder zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits Auslandskredite aufnehmen oder über ein vergleichsweise hohes nationales Zinsniveau Kapital anziehen müssen. Dies war die wirtschaftliche Realität im EWS, in dem sich die D-Mark im Währungswettbewerb als Ankerwährung herauskristallisierte. Leistungsbilanzdefizite mußten aus eigener Kraft finanziert werden. Nun können die Defizite mit Euro ausgeglichen werden, die von der nationalen Notenbank nach bestimmten Kriterien emittiert werden oder zu den im Euro-Raum üblichen Zinsen aufgenommen werden. Damit bleiben der defizitären Volkswirtschaft eine mögliche Abwertung bzw. ein höheres Zinsniveau erspart.

Die Zinsersparnis früherer Schwachwährungsländer geht aber sogar noch weit darüber hinaus – Stichwort „Euro-Dividende“. Das in der Währungsunion geltende Zinsniveau, das der Bundesbank zu verdanken ist, entlastet in hohem Maße die nationalen Haushalte der Schuldnerländer. Der Kapitalzufluß in diese Länder, als ihre Aufnahme in die

Währungsunion politisch beschlossen war, hat über Zinsarbitrage die Zinsen für staatliche Schuldaufnahme bis auf wenige Basispunkte auf das Niveau der Starkwährungsländer gesenkt und damit Zinsen- und Schuldendienst erheblich reduziert. Dieter Spethmann (2003, S.524) bezeichnet die Deutschen daher als „Stillhalter ohne Prämie“. Er macht auch darauf aufmerksam, daß deutsche Firmen von ausländischen Investoren aufgekauft werden könnten, weil sie in ihren Ländern Kredite zu deutschen Konditionen aufnehmen könnten, die sie dann wegen höherer nationaler Inflationsrate mit entwertetem Euro zurückzahlen.¹⁸ Der Zinsvorteil dieser Länder läßt sich unter der Annahme abschätzen, daß sie wieder nationale Währungen hätten und Zinsen nach Maßgabe ihrer nationalen Kreditwürdigkeit zahlen müßten. Die sich dabei ergebende Differenz können wir als den Vorteil betrachten, der sich aus der Teilnahme an der Währungsunion ergibt.

Wenn Länder mit positiver Leistungsbilanz das Konsumniveau der Defizitländer hochhalten, dann können wir das auch als implizite “beggar-thy-neighbour-policy” bezeichnen: Über Manipulationen die eigene Währung abzuwerten oder über andere protektionistische Maßnahmen den Export zu steigern und den Import zu drücken. Ein solcher Export von Arbeitslosigkeit seitens der deutschen Volkswirtschaft war wohl nicht intendiert; doch wirken sich die lohnpolitisch bedingten Verwerfungen in diesem Sinne aus. Die deutschen Exportfirmen profitieren von dieser Vorfinanzierung des Konsums der Defizitländer. Doch ist dieser Zustand nicht von Dauer. Im Exportland werden Kapazitäten vorgehalten oder sogar aufgebaut, die einem falschen realen Wechselkurs geschuldet sind. Die Konsequenzen werden die folgenden sein:

- Ausstieg aus der Währungsunion bei nachfolgender massiver Abwertung der Defizitländer und entprechenden Überkapazitäten in den Überschussländern,
- Transfers in Regionen mit schwindender Wirtschaftskraft,
- Umkehr in den Leistungsströmen über “pathologisches Lernen” der Defizitländer; dies würde dann ebenfalls die verzerrte Produktionsstruktur in den Überschussländern offen legen.

Zehnte These: Nur bei einem Ausscheiden Frankreichs oder Deutschlands unterliegt die Währungsunion einem dynamischen Prozeß

Wenn Issing es für unwahrscheinlich hält, daß ein Euro-Land aus der Währungsunion austreten könnte, weil die politischen und wirtschaftlichen Kosten für dieses Land zu hoch wären (2006b), so ist eine solche Entwicklung doch nicht grundsätzlich ausgeschlossen. Wir wollen daher zunächst die Rechtslage streifen (vgl. hierzu K. A. Schachtschneider, in: W. Hankel et al. 2001, S. 320 – 344) und uns fragen, ob das wirtschaftliche und politische Gewicht eines Landes bei der Frage des möglichen Austritts eine Rolle spielt.

Das Bundesverfassungsgericht hat festgestellt, daß die Währungsunion die vertragliche Konzeption verlassen würde, sollte sie die bei Eintritt in die dritte Stufe vorhandene Stabilität nicht kontinuierlich im Sinne des vereinbarten Stabilisierungsauftrages fortentwickeln können (BVerfGE 89, 155<205>). Bei einem Scheitern der Stabilitätsunion würden die Vorgaben des Vertrages einer Lösung aus der Gemeinschaft nicht entgegenstehen (BVerfGE 89,155<204>). Demgegenüber urteilt Hans Tietmeyer (1997, S. 1), früherer Präsident der Deutschen Bundesbank: „Die gemeinsame Währung bindet nämlich die Menschen in den Teilnehmerländern im Bereich von Geld und

¹⁸ So D. Spethmann in einem offenen Brief vom 6. Februar 2006 an Bundeskanzlerin Angela Merkel.

Währung auf Gedeih und Verderb aneinander, und zwar für immer. Denn die Währungsunion sieht keinen geordneten Ausgang mehr vor.“ Daher hat die Auffassung des Präsidenten der EU-Kommission, Romano Prodi, daß ein Ausscheiden eines Mitgliedstaates aus der Währungsunion nicht ausgeschlossen sei, für erhebliches Aufsehen gesorgt.¹⁹

Wenn die Mitgliedstaaten als die “Herren der Verträge” gelten und damit kraft ihrer nationalen Souveränität über den Weg der EU bestimmen, dann haben sie auch das Recht, aus dem Verband auszuschneiden. Waffengewalt zur Arretierung der verantwortlichen Regierungen in den Mitgliedstaaten ist nicht vorgesehen. Folgerichtig ist im Entwurf des Verfassungsvertrages die Austrittsmöglichkeit gewährleistet und das entsprechende Verfahren geregelt worden (W. Schäfer 2003, S. 325 ff.). Auch wenn der Verfassungsvertrag in der vorliegenden Form kaum ratifiziert wird, so bleibt doch der Grund für diese Regelung weiterhin gültig. Daraus läßt sich schließen, daß der Verbleib in der Währungsunion ebenfalls von der Entscheidung eines Mitgliedstaates abhängt, da die Mitgliedschaft in der EU als vorrangig zu betrachten ist und die Währungsunion als Mittel angesehen werden kann, um die Ziele der EU besser zu erfüllen. Dazu paßt auch, daß Großbritannien und Dänemark jeweils eine – “opting out-Klausel” eingeräumt wurde, wobei Dänemark für das Fernbleiben votiert hat und die britische Regierung aus Furcht vor einem “No” über den Beitritt zur Währungsunion noch nicht haben abstimmen lassen. Auch ist Schweden – entgegen den Vorschriften des Maastricht-Vertrages – die “opting out-Klausel” zugestanden worden. Bei der Abstimmung haben sich auch die Schweden für das Fernbleiben entschieden. Insofern ist die ehemals als “Sensation” empfundene Äußerung des früheren Präsidenten der EU-Kommission, kein Mitgliedstaat könne an einem Austritt aus der Währungsunion gehindert werden, der Sachlogik geschuldet.

Fragen wir uns weiter, ob die Währungsunion und auch die EU grundsätzlich Schaden nehmen, sollte ein Mitgliedstaat ausscheiden. Unterstellen wir, daß ein Mitgliedsland den mit der Währungsunion verbundenen Auflagen des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht nachkäme und auch die Zahlung der damit verbundenen Poenalen verweigerte, wäre es dann nicht geradezu im Sinne einer stabilitätsorientierten Währungsunion, wenn der Austritt eines solchen Landes zu einem höheren Maß an politischer und wirtschaftlicher Übereinstimmung in der Währungsunion beitrüge? Desgleichen könnte man sich umgekehrt vorstellen, daß einem Mitgliedsland, das sich als stabilitätspolitischer Falke profilieren möchte und deswegen an allen Entscheidungen der EZB und denen der Mitgliedstaaten herumnörgelte, keine Steine bei einem Austritt in den Weg gelegt würden. Die bei einem Austritt anfallenden Kosten würden überdies hauptsächlich von den austrittswilligen Außenseitern getragen. Die für die Gemeinschaft anfallenden Anpassungskosten würden schnell von der Dividende einer harmonischer arbeitenden Währungsunion überwogen. Generell können wir also folgern, daß aus pragmatischen Gründen notorische Störenfriede, deren politisches und wirtschaftliches Gewicht gering ist, die Währungsunion verlassen könnten. Die Währungsunion würde ihren Charakter

¹⁹ Weil diese Aussage des Kommissionspräsidenten Gewicht hat, wird sie hier im Wortlaut dokumentiert. Sie ist Teil eines Gesprächs mit dem konservativen britischen Abgeordneten des Europäischen Parlaments, *Daniel Hannan*, das dieser für die Zeitschrift „The Spectator“ (27.5.2000, S. 14 f.) aufgezeichnet hat: „If I had understood him, the president seemed to be saying that it would be all right for European countries to reissue their own currency. Golly, I thought to myself. If he means what he says, he’ll be the toast of every *bierkeller* in Germany. I pressed him for clarification: are you really saying that existing members of the euro might choose to opt out again? – If there were exceptional circumstances, and provided, it was not done in a way which was hostile to the European Union, it is impossible to foresee for certain“. Die „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ (vom 27.5.2000) berichtete, daß Prodis Sprecher die Korrektheit des Zitats bestätigte.

nicht verändern, wenn Griechenland oder andere kleinere Mitgliedstaaten aus der Währungsunion ausschieden oder Slowenien und Estland beitreten oder fernbleiben würden.

Der Charakter der Währungsunion würde freilich verändert, wenn Frankreich oder Deutschland ausscheiden würden. Bei einem Ausscheiden Frankreichs würde sich mit einem hohen Maß an Wahrscheinlichkeit die deutsche "Stabilitätsphilosophie" durchsetzen – weniger aktivistisch und stärkere Orientierung an der monetären Säule als operativem Element – und damit wäre der EURO-Raum eine vergrößerte D-Mark-Zone, wobei die Willensbildung freilich symmetrisch bliebe. Ob sich dies in unterschiedlicher regionaler Gewichtung bemerkbar machte, kann weder mit Sicherheit bestätigt noch verworfen werden. Wenn Issing (2006) als Fazit seiner Tätigkeit zusammenfaßt, daß nationale Interessen die Arbeit der EZB nicht dominiert hätten, so dürften wohl auch in Zukunft konzeptionelle Erwägungen im Vordergrund stehen. Schiede Deutschland aus, so würden sich wohl die Mitgliedstaaten anschließen, deren grenzüberschreitende Transaktionen in Richtung Deutschland gehen. Damit würde eine neue D-Mark-Zone in Konkurrenz zum Euro-Raum entstehen. Ob das eine oder andere Szenario realistisch ist, ist hier zweitrangig. Es sollte klargestellt werden, daß die Währungsunion bei einem Ausscheiden kleinerer Mitgliedstaaten weiter wie bisher funktionieren würde, daß sie aber bei einem Austritt Frankreichs oder Deutschlands einem dynamischen Prozeß unterworfen würde.

Literaturverzeichnis

Balassa B. (1964), The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal, The Journal of Political Economy, Vol.72 (1964).

Bank für internationalen Zahlungsausgleich (2000), 70. Jahresbericht 1999/2000, Basel 2000.

Barroso, J. M. (2005), "Die EZB ist keine heilige Kuh" (Interview, in: Handelsblatt, 8.12.2005), in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 52/2005.

Biedenkopf, K. (1999), Zur Europäischen Währungsunion, in: Währungsunion und Weltwirtschaft, Festschrift für W. Hankel, hrsg. von W. Nölling et al., Stuttgart 1999.

Eichengreen, B. (2000), Wird 2000 das Jahr des Euros? in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 21 vom 19.3.2000.

Eucken, W. (1952), Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1992.

Fischer, J. (2000), Das Ziel ist die Europäische Föderation, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 112, 15.Mai 2000.

Friedrich L. Sell (2002), Die falsche Analogie zu Thomas Beckett, in: ders., Aktuelle Probleme der europäischen Wirtschaftspolitik, UTB-Reihe 2307, Stuttgart 2002.

Gemperle, R. (2005), Unsichere Osterweiterung der Euro-Zone, in: Neue Zürcher Zeitung, 14.6.2005.

Gretschmann, K. (2001), Traum oder Alptraum? Politikgestaltung im Spannungsfeld von Nationalstaat und Europäischer Union, in: Aus Politik und Zeitgeschichte. Beilage zur Wochenzeitung „Das Parlament“, 26. Januar 2001.

Hankel, W. et al. (1998), Die Euro-Klage. Warum die Währungsunion scheitern muß, Reinbek bei Hamburg 1998.

Hankel, W. et al. (2001), Die Euro-Illusion. Ist Europa noch zu retten? Reinbek bei Hamburg 2001.

Issing, O. (1995), Politische Union durch gemeinsames Geld? In: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 50/1995.

Issing, O. (1996), Gesunde Finanzen – stabile Währung. Erfordernisse in Deutschland und in Europa, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 19/1996.

Issing, O. (2006 a), "Unsere Strategie ist zukunftsweisend" (Interview), in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 9.2.2006, Nr. 34, S. 13.

Issing, O. (2006 b), „Der Euro hat ein langes Leben.“ Interview, in: Handelsblatt vom 29. Mai 2006.

Issing, O. (2006 c), Issing neuer Präsident des Center for Financial Studies, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 148, 29. Juni 2006, S. 23.

Jochimsen, R. (1998), Perspektiven der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, 2. Auflage, Baden-Baden 1998.

Lusser, M.(1994), Einige Bemerkungen zur Autonomie der Notenbanken – oder: Geldpolitik zwischen Unabhängigkeit und Bindung, in: ASM-Bulletin anlässlich der Verleihung der Alexander-Rüstow-Plakette an Helmut Schlesinger 2/1994.

Marsh, D. (2006), Italienischer Wirrwarr, in: Handelsblatt, 10. April 2006.

Mundell, R. (2004), Rome was not built in a day, and nor should Europe, in: EUobserver.com, February 5, 2004.

Pöhl, K. O. (1997), Von der Mark zum Euro, in: Der Spiegel, Jahreschronik 1997.

Prodi, R. (2002), „Je sais très bien...“ Abgedruckt in : Neue Zürcher Zeitung, Nr.242, 18. Oktober 2002, S. 9.

Remsperger, H. (2004), Inflationsdifferenziale im Euro-Raum: Ursachen und Konsequenzen. Quelle: www.Bundesbank.de/download/presse/reden/2004/20041213.

Samuelson, P. and R. Solow (1960), Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, American Economic Review, Papers and Proceedings, 1960, S. 177-197.

Samuelson, P. (1964), Theoretical Notes on Trade Problems, Review of Economics and Statistics, Vol.46 (1964).

Santer, J. (1995), „Niemand will eine Esperanto-Währung.“ Interview, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 53/1995.

Schachtschneider, K. A. (2001), Verweigerung des Rechtsschutzes in der Euro-Politik und Wiederherstellung des Rechts durch Austritt aus der Währungsunion, in: W. Hankel et al., Die Euro-Illusion. Ist Europa noch zu retten?, Reinbek bei Hamburg 2001.

Schäfer, W. (2003), in: Der Ökonom als Politiker, Festschrift für W. Nölling, hrsg. von W. Hankel et al., Stuttgart 2003.

Spethmann, D. (2003), Geld – Gemeinsamkeit – Schicksal. Eine etwas andere Sicht des Euro, in: Der Ökonom als Politiker, Festschrift für W. Nölling, hrsg. von W. Hankel et al., Stuttgart 2003.

Starbatty, J. (2001), Zur Entwicklung der Europäischen Währungsunion – Gedanken zu Oppermanns Kapitel „Währungsunion“, in: „In einem vereinten Europa dem Frieden der Welt zu dienen...“ – Liber amicorum Thomas Oppermann; Band 59 der Schriftenreihe „Tübinger Schriften zum Staats- und Verwaltungsrecht“, hrsg. von C. D. Classen et al., Berlin 2001.

Stark, J. (2001), Genesis of a Pact, in: A. Brunila et al., The Stability and Growth Pact, New York 2001.

Steuer, W. (1997), Gibt es eine europäische Stabilitätskultur, Wirtschaftsdienst 1997, S. 86-93.

Szász, A. (1997), Fünfzehn souveräne Staaten – eine Geldpolitik? In: R. Hasse und J. Starbatty (Hrsg.), Wirtschafts- und Währungsunion auf dem Prüfstand. Schritte zur weiteren Integration Europas (Marktwirtschaftliche Reformpolitik. Schriftenreihe der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft, Nr. 7, Bd.1), Stuttgart 1997.

Tietmeyer, H. (1995), Europa: Politische Union durch gemeinsames Geld?, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 50/1995.

Tietmeyer, H. (2005), Herausforderung EURO. Wie es zum Euro kam und was er für Deutschlands Zukunft bedeutet, München Wien 2005.

Weber, A. (2006), Unabhängige Geldpolitik in Europa. Festvertrag anlässlich des 80. Geburtstages von Norbert Kloten, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln 12, 16.03.2006.

Anhang „Manifeste“

Erstes Manifest der Euroskeptiker (MF Ohr I)

1. Eine Wirtschafts- und Währungsunion kann als erstrebenswertes Ziel des europäischen Integrationsprozesses angesehen werden. Die Beschlüsse von Maastricht sind allerdings in entscheidenden Punkten ungeeignet, dieses Ziel angemessen zu verwirklichen.
2. Eine funktionsfähige Wirtschafts- und Währungsunion erfordert als Vorbedingung eine dauerhafte – über mehrere Jahre hinweg nachgewiesene – Angleichung der relevanten Wirtschaftsstrukturen der Mitgliedsländer. Eine einmalige – stichtagsbezogene – und damit mehr oder weniger zufällige Erfüllung einzelner Kriterien ist kein Nachweis der erforderlichen Konvergenz.
3. Die in Maastricht festgelegten Konvergenzkriterien sind zu weich. So ist unter anderem nicht irgendeine relative, sondern allein eine in absoluten Werten definierte Preisniveaustabilität als ökonomische Vorbedingung für den Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion zu fordern.
4. Der endgültig fixierte Termin für die Realisierung der Währungsunion (1. Januar 1999) wird eine politische Eigengesetzlichkeit gegenüber den vereinbarten Konvergenzkriterien nach sich ziehen: Ist der Zeitpunkt erreicht, besteht die Gefahr, daß insbesondere das Inflationskriterium und das Defizitkriterium einer ‚tragbaren Finanzlage der öffentlichen Hand‘ politisch verwässert werden, um Diskriminierungen einzelner Länder zu vermeiden.
5. Die europäische Zentralbank wird – trotz weitgehender Unabhängigkeit – Preisstabilität in Europa nicht durchsetzen, weil es für sie aufgrund unterschiedlicher Interessen der nationalen Entscheidungsträger keinen genügend starken Anreiz gibt, dies zu wollen. Die persönliche Unabhängigkeit der Gouverneure ist nicht gesichert, und Sanktionen bei Verletzung des Stabilitätsziels fehlen.
6. Als Voraussetzung für eine erfolgreiche Politik der Preisstabilität müßte die Europäische Zentralbank auch die Wechselkurskompetenz gegenüber Drittländwährungen besitzen. Da diese Kompetenzübertragung nicht vorgesehen ist, besteht die Gefahr, daß über politische Einflußnahme auf die Wechselkurse die Geldpolitik stabilitätswidrig konterkariert wird. Dies gilt gleichermaßen für die Tatsache, daß Kapitalverkehrskontrollen gegenüber Drittländern immer noch möglich sind.
7. Einen Konsens, Preisstabilität als Priorität zu betrachten, wie er traditionell in Deutschland vorliegt, gibt es in Gesamteuropa bisher noch nicht. Nur mit einem solchen Konsens, den Notenbank, Regierung und Bevölkerung gemeinsam tragen, kann jedoch eine konsequente Stabilitätspolitik verfolgt werden, da diese unter anderem der Unterstützung der Lohnpolitik und der Finanzpolitik des Staates bedarf.
8. Die ökonomisch schwächeren europäischen Partnerländer werden bei einer gemeinsamen Währung einem verstärkten Konkurrenzdruck ausgesetzt, wodurch sie aufgrund ihrer geringeren Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit wachsende Arbeitslosigkeit erfahren werden. Hohe Transferzahlungen im Sinne eines „Finanzausgleichs“ werden damit notwendig. Da bisher noch keine Vereinbarungen über die Struktur einer politischen Union existieren, fehlt hierfür jedoch ein demokratisch hinreichend legitimierte Regelungssystem.
9. Zur Zeit gibt es daher kein ökonomisch zwingendes Argument dafür, von oben

eine monetäre Einheit auf ein wirtschaftlich, sozial und interessenpolitisch noch uneiniges Europa zu stützen. Die Verwirklichung des EG-Binnenmarktes benötigt oder erzwingt keineswegs eine gemeinsame europäische Währung.

10. Die überhastete Einführung einer Europäischen Währungsunion wird Westeuropa starken ökonomischen Spannungen aussetzen, die in absehbarer Zeit zu einer politischen Zerreißprobe führen können und damit das Integrationsziel gefährden.

11. Die Beschlüsse von Maastricht, nicht die Kritik an ihnen, gefährden ein konfliktarmes Zusammenwachsen in Europa.

Quelle: "Die EG-Währungsunion führt zur Zerreißprobe", in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11. Juni 1992.

Zweites Manifest der Euroskeptiker (MF Ohr II)

1. Zur europäischen Integration gibt es keine Alternative. Die gemeinsame Währung wird dazugehören – jedenfalls für Kerneuropa. Aber der Euro kommt zu früh.

2. Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte hat Fortschritte gemacht. Jedoch ist sie

nicht weit genug vorangetrieben worden, vor allem nicht in den großen Ländern wie Italien, Frankreich, aber auch Deutschland. Der Konsolidierungsprozeß wurde zu spät und nur halbherzig begonnen. Trotz eines ungewöhnlich niedrigen Zinsniveaus und damit günstiger Zinsaufwendungen für die öffentlichen Haushalte und trotz zahlreicher Beispiele kreativer Buchführung ist es gerade den Kernländern nicht gelungen, die vereinbarte Defizitgrenze deutlich und nachhaltig zu unterschreiten. Auch ist die durchschnittliche Schuldenquote in der Europäischen Union seit 1991 nicht gesunken, sondern um 15 Prozentpunkte gestiegen. Sie liegt heute weit über dem Maastricht-Limit. Das widerspricht dem Geist des Vertrages.

3. Der Vertrag verlangt zu Recht Nachhaltigkeit der Konvergenz. Dafür wurde zwar der

sogenannte „Stabilitätspakt“ erfunden. Er kann jedoch dauerhafte Haushaltsdisziplin nicht gewährleisten. Seine Sanktionsdrohung ist allenfalls glaubwürdig, wenn nur ein einzelnes Land oder sehr wenige Länder betroffen sind. Da Sanktionen nicht automatisch eintreten, dürfte es aber kaum eine qualifizierte Mehrheit für die Anwendung des Paktes geben, wenn eine größere Zahl von Ländern gleichzeitig die Defizitgrenze verletzt. Die Stabilität des Euro kann der Pakt daher nicht sichern.

4. Seit dem Maastricht-Jahr 1991 haben sich zudem die strukturellen Probleme in Europa

verschärft. Die Arbeitslosigkeit ist weiter gestiegen. Gerade auch Deutschland und Frankreich – die Motoren der europäischen Integration – sind nicht gut gerüstet für den verstärkten Strukturwandel und den härteren Wettbewerb in der Währungsunion. Der Euro löst das europäische Beschäftigungsproblem nicht. Da der Wechselkurs in einer Währungsunion nicht mehr als Anpassungsinstrument zur Verfügung steht, müssen die Arbeitsmärkte erheblich flexibler werden – in Deutschland, aber auch anderswo. Hier fehlt jedoch die klare Trendwende. Wenn es nicht vor Beginn der Währungsunion dazu kommt, muß mit wirkungslosen Experimenten der Nachfragestimulierung und vor allem auch mit politischem Druck auf die Europäische Zentralbank gerechnet werden.

5. Die derzeitige wirtschaftliche Ausgangssituation ist daher denkbar ungeeignet für den

Start der Währungsunion. Eine geregelte Verschiebung um einige Jahre – mit gemeinschaftlich vereinbarten Auflagen über zu erreichende weitere Konsolidierungsfortschritte – muß ernsthaft als politische Option in Betracht gezogen werden. Sie wäre keine politische Katastrophe und könnte von niemandem als Signal eines Ausstiegs aus dem Integrationsprozeß gedeutet werden. Der dauerhafte Erfolg des Euro ist wichtiger als der Zeitpunkt seiner Einführung.

6. Eine geregelte Verschiebung wäre für kein Land ein Grund, in seinen Konsolidierungsanstrengungen nachzulassen. Denn damit würde es dokumentieren, daß es sich entweder das Ziel finanzpolitischer Disziplin nicht zu eigen macht oder gar nicht dazu in der Lage ist. Mit einem solchen Land die Währungsunion zu beginnen wäre ein Kardinalfehler.

7. Scheitert der Versuch, im Konsens eine geregelte Verschiebung zu erreichen, dann muß jedenfalls für eine unnachsichtige Prüfung der Konvergenz gesorgt werden. Dann darf nicht zum Tabu erklärt werden, daß die Währungsunion mit einer kleinen Gruppe von Ländern beginnt. Statt dessen müssen die Konvergenzkriterien auch im Sinne der Nachhaltigkeit so streng wie möglich ausgelegt werden – so streng, wie es der Vertrag erlaubt. Wer die Konvergenzkriterien nicht ernst nimmt, untergräbt das Vertrauen in die faktische Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank und die Stabilität des Euro. Die Erwartung eines von Anfang an schwachen Euro – nach innen wie nach außen – würde den Start der Währungsunion mit einer schweren Hypothek belasten.

Quelle: „Der Euro kommt zu früh. Wirtschaftswissenschaftler nehmen Stellung zum geplanten Beginn der Europäischen Währungsunion“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 9. Februar 1998.

Manifest der Eurooptimisten (MF Bofinger)

1. Der Euro stärkt Wachstum und sichert Arbeitsplätze

Eine gemeinsame Währung in Europa beseitigt Wechselkursrisiken und schafft mehr Planungssicherheit. Für die deutsche Wirtschaft entfällt so ein erhebliches Standortrisiko. Wegen der Devisenturbulenzen der vergangenen Jahre sind unzählige Arbeitsplätze verlorengegangen. Die übertriebene Mark-Aufwertung zwischen 1991 und 1995 ist eine wichtige Ursache für das schwache Wachstum und die gegenwärtige Arbeitslosigkeit: Allein durch die Aufwertung ist in diesem Zeitraum das deutsche Kostenniveau gegenüber dem Rest der EU um gut 17 Prozent gestiegen.

2. Der Euro hilft, Kosten zu senken

Durch den Wegfall von Umtauschgebühren und Devisenkurssicherung entfallen bei Unternehmen und Verbrauchern Kosten, deren Höhe auf jährlich rund 1 Prozent der Wirtschaftsleistung geschätzt wird. Durch den intensiveren Wettbewerb unter Unternehmen, Versicherungen und Banken in Europa werden Waren und Dienstleistungen in der Tendenz billiger.

3. Der Euro schafft eine Stabilitätsgemeinschaft in Europa

Mit ihrer Teilnahme an der Währungsunion bringen die EU-Länder zum Ausdruck, daß sie ihre Probleme nicht mehr über eine Inflationspolitik lösen wollen: Sie übertragen ihre geldpolitischen Kompetenzen auf die Europäische Zentralbank und verzichten auf das inflationstreibende Instrument, ihre Währung gegenüber den EU-Partnern abzuwerten. Eine Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Notenpresse wird durch den EU-Vertrag zudem ausdrücklich ausgeschlossen.

4. Der Euro hat alle Chancen, eine stabile Währung zu werden

Die künftige Europäische Zentralbank (EZB) steht als Garantin dafür, daß der Euro stabil wird. Sie ist ganz dem Modell der Bundesbank nachgebildet und eindeutig auf das Ziel der Preisstabilität verpflichtet. Ihre Vertreter werden für fünf bis acht Jahre bestellt und sind unabhängig von politischen Weisungen. Im Zentralbankrat werden erfahrene Notenbankpolitiker sitzen.

5. Europa kann eine Stabilitätskultur entwickeln

Es gibt keinen Grund, anderen Ländern in der EU den ernsthaften Willen zu hoher Preisstabilität abzusprechen. In den 70er Jahren wurden in Europa sicher stabilitätspolitische Fehler gemacht, doch die Lernprozesse sind evident. Alle Staaten haben in den vergangenen 15 Jahren gezeigt, daß sie dem Ziel stabiler Preise eine zentrale Bedeutung einräumen. Mit rund 1,5 Prozent ist die Inflation in der EU derzeit auf einem historischen Tiefstand. Die Staatsdefizite liegen heute deutlich unter dem Niveau der Jahre 1992/93 (damals rund 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts).

6. Ängste vor einer Transferunion sind übertrieben

Unzutreffend ist, daß die Europäische wie die deutsch-deutsche Währungsunion von 1990 zu hohen Transfers in schwächere Regionen führen muß. In Deutschland wurde unter anderem ein Umtauschkurs gewählt, der dem Leistungsgefälle zwischen Ost und West ebenso wenig gerecht wurde wie die rasche Angleichung der Löhne. Beim Euro werden die Kurse dagegen auf Grundlage marktgerechter Devisenkurse festgelegt: starke Lohnschübe in einzelnen EU-Ländern sind allein wegen des intensiven Konkurrenzdrucks unwahrscheinlich. Auch gibt es in der EU keinen Automatismus wie den deutschen Länderfinanzausgleich, der dazu führen würde, daß Deutschland für die Probleme anderer Staaten aufkommen muß.

7. Der Euro darf nicht an starren Defizitmarken scheitern

Die Qualität einer Währung wird nicht davon bestimmt, ob in einem Stichjahr wie 1997 ein Staatsdefizit von 3,0 oder 3,2 Prozent ermittelt wird. Die Erfahrung zeigt, daß der Einfluß des Staatsdefizits auf die Inflation sehr gering ist, wenn die Schulden nicht durch die Notenpresse finanziert werden dürfen. So konnte Deutschland 1996 bei einem Defizit von 3,8 Prozent ein hohes Maß an Geldwertstabilität (Inflation: 1,5 Prozent) erzielen.

8. Worauf es ankommt

Alle EU-Länder sollten große Anstrengungen unternehmen, ihre Defizite auf Dauer unter der 3- Prozent-Grenze zu halten. Wichtig dabei ist, daß an die Stelle kurzatmiger Sparprogramme eine glaubwürdige mittelfristige Konsolidierungsstrategie tritt. Gefordert sind auch die Tarifparteien. Sie können zu einem guten Start der Währungsunion beitragen, indem sie möglichst bald auch für 1998/99 moderate Tarifabschlüsse vereinbaren. Ein solcher Vertrauensvorschuß in die Euroäische Zentralbank würde deren stabilitätspolitische Aufgabe erleichtern.

9. Die Währungsunion sollte pünktlich 1999 starten

Der Euro kann und sollte 1999 starten. Für eine Verschiebung gibt es derzeit keinen vernünftigen Grund. Fast alle EU-Staaten erfüllen das Inflationskriterium. Auch die Anleger auf den internationalen Finanzmärkten setzen auf einen pünktlichen Start und darauf, daß der Euro eher noch stabiler wird als die D-Mark: Die Zinsen auf langfristige Anlagen – ein wichtiges Warnsignal für die Inflationserwartung der Märkte – waren noch nie so niedrig wie in den vergangenen Monaten.

10. Europa braucht den Euro

Die ökonomischen Vorteile einer Währungsunion sind groß. Ohne den Euro drohen in Deutschland weitere Arbeitsplätze verlorenzugehen. Ein Nebeneinander von 15 Währungen in Europa wird zum Anachronismus, je mehr Güter- und Finanzmärkte zusammenwachsen. Der Euro-Pessimismus der Kritiker steht im Widerspruch zu den tatsächlichen Stabilitätserfolgen, die in Europa seit Mitte der 80er Jahre erzielt wurden.

Quelle: “10 Punkte wider die Euro-Skepsis”, in: **managermagazin**, September 1997.

Die Liste der hier aufgeführten Diskussionsbeiträge beginnt mit der Nummer 252 im Jahr 2003. Die Texte können direkt aus dem Internet bezogen werden. Sollte ein Interesse an früher erschienenen Diskussionsbeiträgen bestehen, kann die vollständige Liste im Internet eingesehen werden. Die Volltexte der dort bis Nummer 144 aufgeführten Diskussionsbeiträge können nur direkt über die Autoren angefordert werden.

252. **McKinnon, Ronald und Gunther Schnabl:** The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, Januar 2003.
253. **Schulze, Niels und Dirk Baur:** Coexceedances in Financial Markets – A Quantile Regression Analysis of Contagion, Februar 2003.
254. **Bayer, Stefan:** Possibilities and Limitations of Economically Valuating Ecological Damages, Februar 2003.
255. **Stadler, Manfred:** Innovation and Growth: The Role of Labor-Force Qualification, März 2003.
256. **Licht, Georg und Manfred Stadler:** Auswirkungen öffentlicher Forschungsförderung auf die private F&E-Tätigkeit: Eine mikroökonomische Evaluation, März 2003.
257. **Neubecker, Leslie und Manfred Stadler:** Endogenous Merger Formation in Asymmetric Markets: A Reformulation, März 2003.
258. **Neubecker, Leslie und Manfred Stadler:** In Hunt for Size: Merger Formation in the Oil Industry, März 2003.
259. **Niemann, Rainer:** Wie schädlich ist die Mindestbesteuerung? Steuerparadoxa in der Verlustverrechnung, April 2003.
- 260.
261. **Neubecker, Leslie:** Does Cooperation in Manufacturing Foster Tacit Collusion?, Juni 2003.
262. **Buchmüller, Patrik und Christian Macht:** Wahlrechte von Banken und Aufsicht bei der Umsetzung von Basel II, Juni 2003.
263. **McKinnon, Ronald und Gunther Schnabl:** China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue, Juni 2003.
264. **Thaut, Michael:** Die individuelle Vorteilhaftigkeit der privaten Rentenversicherung – Steuervorteile, Lebenserwartung und Stornorisiken, Juli 2003.
265. **Köpke, Nikola und Jörg Baten:** The Biological Standard of Living in Europe During the Last Two Millennia, September 2003.
266. **Baur, Dirk, Saisana, Michaela und Niels Schulze:** Modelling the Effects of Meteorological Variables on Ozone Concentration – A Quantile Regression Approach, September 2003.
267. **Buchmüller, Patrik und Andreas Marte:** Paradigmenwechsel der EU-Finanzpolitik? Der Stabilitätspakt auf dem Prüfstand, September 2003.
268. **Baten, Jörg und Jacek Wallusch:** Market Integration and Disintegration of Poland and Germany in the 18th Century, September 2003.
269. **Schnabl, Gunther:** De jure versus de facto Exchange Rate Stabilization in Central and Eastern Europe, Oktober 2003.
270. **Bayer, Stefan:** Ökosteuern: Versöhnung von Ökonomie und Ökologie?, Oktober 2003.
271. **Köhler, Horst:** Orientierungen für eine bessere Globalisierung, November 2003.
272. **Lengsfeld, Stephan und Ulf Schiller:** Transfer Pricing Based on Actual versus Standard Costs, November 2003.
273. **Lengsfeld, Stephan und Thomas Vogt:** Anreizwirkungen kostenbasierter Verrechnungspreise bei externen Effekten –Istkosten– versus standardkostenbasierte Verrechnungspreise bei Kreuzinvestitionen -, November 2003.

274. **Eisele, Florian und Andreas Walter:** Kurswertreaktionen auf die Ankündigung von Going Private-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt, Dezember 2003.
275. **Rall, Wilhelm:** Unternehmensstrategie für den globalen Wettbewerb, Februar 2004.
276. **Niemann, Rainer:** Entscheidungswirkungen von Verlustverrechnungsbeschränkungen bei der Steuerplanung grenzüberschreitender Investitionen, Februar 2004.
277. **Kirchner, Armin:** Verringerung von Arbeitslosigkeit durch Lockerung des Kündigungsschutzes – Die entscheidende Einflussgröße, März 2004.
278. **Kiesewetter, Dirk und Andreas Lachmund:** Wirkungen einer Abgeltungssteuer auf Investitionsentscheidungen und Kapitalstruktur von Unternehmen, April 2004
279. **Schanz, Sebastian:** Die Auswirkungen alternativer Gewinnverwendung von Kapitalgesellschaften im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens auf die Vermögenspositionen Residualanspruchsberechtigter, Mai 2004.
280. **Stadler, Manfred:** Bildung, Innovationsdynamik und Produktivitätswachstum, Mai 2004.
281. **Grupp, Hariolf und Manfred Stadler:** Technological Progress and Market Growth. An Empirical Assessment Based on the Quality Ladder Approach, Mai 2004.
282. **Güth, Werner und Manfred Stadler:** Path Dependence without Denying Deliberation. An Exercise Model Connecting Rationality and Evolution, Mai 2004.
283. **Duijm, Bernhard:** Offener Regionalismus als pareto-verbessernde Integrationsform, Juni 2004.
284. **Pitterle, Ingo und Dirk Steffen:** Welfare Effects of Fiscal Policy under Alternative Exchange Rate Regimes: The Role of the Scale Variable of Money Demand, Juni 2004.
285. **Molzahn, Alexander:** Optimale Fiskalpolitik und endogenes Wachstum, Juli 2004.
286. **Jung, Robert, Kukuk, Martin und Roman Liesenfeld:** Time Series of Count Data: Modelling and Estimation, August 2004.
287. **De Grauwe, Paul und Gunther Schnabl:** Nominal versus Real Convergence with Respect to EMU Accession. EMU Entry Scenarios for the New Member States, August 2004.
288. **Kleinert, Jörn und Farid Toubal:** A Structural Model of Exports versus Production Abroad, Dezember 2004.
289. **Godart, Olivier und Farid Toubal:** Cross the Border and Close the Gap? How do Migrants Enhance Trade, Januar 2005.
290. **Schnabl, Gunther und Christian Danne:** The Changing Role of the Yen/Dollar Exchange Rate for Japanese Monetary Policy, Februar 2005.
291. **Schnabl, Gunther:** Der Festkurs als merkantilistische Handelspolitik – Chinas Währungs- und Geldpolitik im Umfeld globaler Ungleichgewichte, Februar 2005.
292. **Starbatty, Joachim:** Anmerkungen zum Woher und Wohin der Europäischen Union, Februar 2005.
293. **Wagner, Franz W.:** Steuervereinfachung und Entscheidungsneutralität - konkurrierende oder komplementäre Leitbilder für Steuerreformen?, April 2005.
294. **Yu, Peiyi und Werner Neus:** Market Structure, Scale Efficiency, and Risk as Determinants of German Banking Profitability, Juni 2005.
295. **Schüle, Tobias und Manfred Stadler:** Signalling Effects of a Large Player in a Global Game of Creditor Coordination, Juni 2005.
296. **Zaby, Alexandra:** Losing the Lead: Patents and the Disclosure Requirement, August 2005.
297. **Hager, Svenja und Rainer Schöbel:** A Note on the Correlation Smile, Dezember 2005.
298. **Starbatty, Joachim:** Zum Zusammenhang von Politik, Ethik und Ökonomik bei Aristoteles, Dezember 2005.
299. **Rostek, Stefan und Rainer Schöbel:** Risk Preference Based Option Pricing in a Fractional Brownian Market, Januar 2006.
300. **Hager, Svenja und Rainer Schöbel:** Deriving the Dependence Structure of Portfolio Credit Derivatives Using Evolutionary Algorithms, Februar 2006.

301. **Töpfer, Klaus:** Offene Fragen und wissenschaftliche Herausforderungen der Entwicklungs- und Umweltpolitik, Februar 2006.
302. **Stadler, Manfred:** Education and Innovation as Twin-Engines of Growth, März 2006.
303. **Schüle, Tobias:** Forbearance Lending and Soft Budget Constraints in a Model of Multiple Heterogeneous Bank Financing, März 2006.
304. **Buch, Claudia und Jörn Kleinert:** Exchange Rates and FDI: Goods versus Capital Market Frictions, February 2006.
305. **Felbermayr, Gabriel und Toubal Farid:** Cultural Proximity and Trade, März 2006.
306. **Schöbel, Rainer und Jochen Veith:** An Overreaction Implementation of the Coherent Market Hypothesis and Option Pricing, April 2006.
307. **Schüle, Tobias:** Creditor Coordination with Social Learning and Endogenous Timing of Credit Decisions, November 2006.
308. **Starbatty, Joachim:** Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität, November 2006.