

Sonderdruck aus:

Keynes, Geld und Finanzen

Herausgegeben von

Harald Hagemann, Jürgen Kromphardt
und Markus Marterbauer

Metropolis-Verlag
Marburg 2018

Ordo, Makro und die Eurokrise

Oliver Landmann

1. Einleitung

Seitdem die Krise der Europäischen Währungsunion (EWU) mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands im Frühjahr 2010 ihren Lauf nahm, ist die Euphorie, mit der Europas gemeinsame Währung ursprünglich begrüßt worden war, gründlich verfliegen. Enttäuschte Erwartungen, gebrochene Regeln und Jahre der wirtschaftlichen Stagnation haben zu bitteren Konflikten innerhalb der Eurozone und zu kontroversen Diskussionen über den einzuschlagenden Weg geführt. Sowohl in der Frage des unmittelbaren Krisenmanagements als auch in der Frage der Reform der ganzen Architektur der Währungsunion hat sich ein Graben aufgetan zwischen den größtenteils mediterranen Ländern in der Peripherie der Eurozone einerseits und Deutschland sowie umliegenden Ländern nördlich der Alpen andererseits.

Dass im Umgang mit hohen Schulden und notleidenden Krediten Interessenkonflikte zwischen Gläubigern und Schuldern auftreten, liegt auf der Hand. Aber die Gräben gehen tiefer. Es prallen auf einer grundsätzlichen Ebene auch widersprüchliche Wirtschaftsphilosophien aufeinander – unterschiedliche Vorstellungen davon, wie Kapitalismus zu organisieren ist, was Wirtschaftspolitik zu leisten hat, wie ein Währungsraum zu funktionieren hat. Diesen fundamentalen Konflikt gegensätzlicher Wirtschaftsideen haben Brunnermeier, James und Landau (2016) in ihrer Monographie „The Euro and the Battle of Ideas“ als die eigentliche Ursache dafür ausgemacht, dass sich Europa seit Beginn der Krise mit deren Bewältigung so schwer getan hat.

Als Protagonisten in diesem Kampf der Wirtschaftsphilosophien identifiziert das Buch ein deutsches („nordeuropäisches“) und ein französisches („lateineuropäisches“) Paradigma. Deutschland steht demnach für

ein ordnungspolitisches Paradigma, das ein regelgebundenes, verlässliches und nachhaltiges Handeln des Staates einfordert, während Frankreich einen eher prozesspolitischen Ansatz verfolgt, der Wert auf Flexibilität legt und der situativen diskretionären Entscheidungsfreiheit der Politik den Vorrang vor starren Regelbindungen einräumt. Eine Diskussion darüber, ob Deutschland in der Wirtschaftspolitik international einen Sonderweg geht, gibt es schon länger. Nicht nur Lateineuropäer, sondern auch Kritiker aus dem angloamerikanischen Raum bezichtigen Deutschland dabei eines wirtschaftspolitischen Dogmatismus, der einer Überwindung der Eurokrise im Wege stehe.¹ Das Etikett, mit dem dieses spezifisch deutsche Paradigma gerne versehen wird, ist dasjenige des Ordoliberalismus. Auch Brunnermeier, James und Landau (2016, S. 61ff.) assoziieren die deutsche Tradition des Wirtschaftsdenkens mit dem Ordoliberalismus der Freiburger Schule, zu dessen Exponenten sie neben Walter Eucken auch Wilhelm Röpke zählen.

Man kann nicht behaupten, dass sich viele deutsche Regierungsvertreter oder auch politische, publizistische und akademische Meinungsführer selbst der ordoliberalen Schule zurechnen würden. Dennoch stellt sich die Frage, wie viel die deutsche Euro-Politik und die in Deutschland vorherrschenden Auffassungen von den Funktionsbedingungen einer Währungsunion mit dem ordoliberalen Denken gemeinsam haben. Diese Frage steht im Zentrum des nächsten Abschnitts, wo sich die Schnittmenge in der Tat als nicht unerheblich erweist. Hieran schließt sich in Abschnitt 3 die Frage an, in welchem Verhältnis das ordoliberale Paradigma zu der makroökonomischen Analyse steht, aus der die Theorie der internationalen Währungssysteme, beginnend mit Mundell (1961), ihre Kriterien für die Funktionsfähigkeit eines Wirtschaftsraums als Währungsraum abgeleitet hat. Hier ist die Schnittmenge eher klein. Abschnitt 4 skizziert schließlich die wichtigsten Fehlentwicklungen, die die Eurokrise verursacht und verlängert haben, im Lichte der konkurrierenden Traditionen wirtschaftspolitischen Denkens. Abschnitt 5 zieht ein Fazit.

¹ Einen Einblick in die Debatte geben die Sammelbände von Bratsiotis und Cobham (2016) sowie Beck und Kotz (2017).

2. *Wie ordoliberal ist Deutschlands Euro-Politik?*

Die Spielregeln der EWU widerspiegeln die politischen Motivationen und Kräfteverhältnisse in der Zeit ihrer Konzeption Ende der 1980er Jahre. Für Frankreich war die EWU die Chance, die mit der Politik des „Franc Fort“ errungene Reputation als Hartwährungsland zu bewahren, dabei aber das Image der Banque de France als Vasall der Bundesbank abzustreifen. Da im Zentralbankrat einer Europäischen Zentralbank Europas Zentralbanken als ebenbürtige Partner auf Augenhöhe miteinander über die zu verfolgende Politik bestimmen würden, erschien die EWU als ideales Vehikel, um die Dominanz der Bundesbank in Europas Währungspolitik zu brechen (James 2012). So ist auch zu erklären, warum Frankreich darauf bestand, den ersten Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB) zu stellen. Dies war am Ende zwar nicht ganz durchzusetzen, bildete aber den Hintergrund für den „freiwilligen“ vorzeitigen Rücktritt des ersten Präsidenten Wim Duisenberg zugunsten des Franzosen Jean-Claude Trichet.

In Deutschland stieß das Projekt einer gemeinsamen europäischen Währung auf deutlich mehr Skepsis. Mit der Deutschen Mark als de-facto-Leitwährung des Europäischen Währungssystems (EWS) war man gut gefahren und auch weitgehend ohne Blessuren durch die wiederholten Krisen des EWS gekommen. Deutschland musste für das Projekt der Währungsunion gewonnen werden, konnte daher Bedingungen stellen und dem Vertragswerk von Maastricht seinen Stempel aufdrücken. Zwei Sorgen dominierten Deutschlands Haltung zur Währungsunion: die Sorge, dass die neue Währung keine stabile Währung sein würde, und die Sorge, dass eine gemeinsame Währung zum Einfallstor einer europäischen Transferunion werden könnte, in der Deutschland für die unbezahlten Rechnungen anderer aufkommen müsste.

Entsprechend setzte Deutschland Regeln durch, die dafür sorgen sollten, dass sich diese Befürchtungen nicht bewahrheiten. Die EZB wurde als möglichst getreue Nachbildung der Bundesbank gestaltet und ihr Mandat ausdrücklich auf die Bewahrung der Geldwertstabilität beschränkt. Flankierende Bestimmungen wie die Konvergenzkriterien waren darauf angelegt, möglichst wenig politischen Druck entstehen zu lassen, der die Geldpolitik vom Pfad der stabilitätspolitischen Tugend abbringen könnte. Nichtbeistandsklausel, Schulden- und Defizitregeln sowie das Verbot jeglicher Monetisierung der Staatsschuld bildeten ein

dreifaches Bollwerk, das der direkten oder auch indirekten Vergemeinschaftung von Verbindlichkeiten vorbeugen sollte.

Die Prinzipien, die Deutschland in die Architektur der EWU einbrachte, und auf die es sich später auch in den Auseinandersetzungen um die Lösung der Euro-Krise berief, waren tief in der intellektuellen Tradition deutscher Wirtschaftspolitik verwurzelt. Tabelle 1 veranschaulicht die Verbindungen, indem die oben genannten Grundprinzipien der EWU, auf denen Deutschland bestand, zum einen den Elementen gegenübergestellt sind, die Brunnermeier, James und Landau (2016) als Kern der deutschen intellektuellen Tradition definieren, und zum anderen den Prinzipien, die Walter Eucken (1952) in seinen „Grundsätzen der Wirtschaftspolitik“ als „konstituierend“ für die marktwirtschaftliche Wettbewerbsordnung postuliert hatte.

*Tabelle 1:
Deutschlands intellektuelle Tradition und die Regeln der EWU*

| Euckens (1952) Konstituierende Prinzipien einer Wettbewerbsordnung | Grundregeln der EWU | Elemente der deutschen „intellektuellen Tradition“ (Brunnermeier et al., 2016) |
|---|---|---|
| „Wirtschaftsverfassungsrechtliches Grundprinzip“: Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems | | Wachstum entsteht durch Strukturformen, nicht durch monetären Stimulus. |
| Primat der Währungspolitik (Stabilität des Geldwerts) | Stabilitätsmandat der EZB und flankierende Regeln gewährleisten Stabilität der Währung | Regelbindungen zum Schutz der Geldpolitik vor fiskalischer Dominanz, strikte Begrenzung der Staatsverschuldung |
| Konstanz der Wirtschaftspolitik, Beschränkung auf Herstellung eines verlässlichen Ordnungsrahmens: - Garantie offener Märkte, - Privateigentum, - Vertragsfreiheit | | Feste Regeln als Fundierung freier Märkte |
| Haftungsprinzip („Wer den Nutzen hat, muss auch den Schaden tragen.“) | Nichtbeistandsklausel und Schuldengrenzen beugen gemeinsamer Haftung vor: Die EWU soll keine Transferunion sein. | Kongruenz von Haftung und Kontrolle; Besorgnis über Nebenwirkungen eines „Lender of Last Resort“ (Moral Hazard, Verzerrung der Geldpolitik) |

Wie die Tabelle zeigt, kodifiziert die Architektur der EWU mit ihren Vorkehrungen für die Stabilität der Währung und gegen die Vergemeinschaftung von Schulden zwei der zentralen konstituierenden Prinzipien

Euckens: das Primat der Währungspolitik und das Haftungsprinzip. Mehr noch: Die Tatsache, dass die Durchsetzung dieser Prinzipien nicht nur allgemein eingefordert und im konkreten Alltag diskretionär entscheidenden Politikern und Bürokraten anheim gestellt, sondern in möglichst präzise Regeln gegossen wurde, erfüllte Euckens Forderung nach „Konstanz der Wirtschaftspolitik“ im Sinne einer Beschränkung der Politik auf das Setzen eines zweckdienlichen Ordnungsrahmens.

Freilich müssen Regeln nicht nur gesetzt, sondern auch durchgesetzt werden; und in der Praxis zeigte sich rasch, dass das Durchsetzen deutlich komplizierter war als das Setzen. Wenn etwa dieselben Finanzminister, die für die Verletzung von Defizit-Grenzen verantwortlich sind, im Ecofin-Rat darüber beraten dürfen, ob und wie die Defizit-Sünder zu sanktionieren sind, so illustriert dies, wie schwer sich die Europäische Union mit der Schaffung der institutionellen Strukturen tut, ohne die ein regel-basiertes System nicht effektiv funktionieren kann. Gerade angesichts dieser institutionellen Defizite haben die Architekten der EWU nicht genügend über die polit-ökonomischen Rahmenbedingungen nachgedacht, unter denen die von ihnen geschaffenen Regeln durchgesetzt werden müssen, und von denen daher abhängt, ob die Regeln glaubwürdig sind. An der Glaubwürdigkeit hängt aber der eigentliche Zweck einer Regel, nämlich ihre verhaltenslenkende Anreizwirkung.

Im Kern lässt sich der von Brunnermeier, James und Landau (2016) vorgeschlagene Gegensatz zwischen der deutsch-nordeuropäischen und der französisch-lateineuropäischen Wirtschaftsphilosophie darauf reduzieren, dass die Deutschen die Politik klaren Regeln unterwerfen wollen, während die Franzosen das Umgekehrte wollen: die Souveränität der Politik über die Regeln, so dass die Regeln immer unter dem Vorbehalt des politischen Prozesses und allenfalls auch der Neuverhandlung stehen. Der Gegensatz mag in dieser Schärfe eine idealtypische Überspitzung sein.² Aber es war von Anfang an ein Kernanliegen der deutschen Ordoliberalen, zu erklären, warum das Modell der von einer verbindlichen Ordnung gesteuerten Marktwirtschaft dem Modell der diskretionären Wirtschaftspolitik überlegen ist. Der Name „Ordo“ kommt nicht von ungefähr. Von Anfang an war auch der Austausch mit entsprechenden Denkrichtungen in den Vereinigten Staaten intensiv. Eucken stand in Verbindung mit Henry Simons in Chicago und Ordoliberalen von heute

² Brunnermeier et al. (2016), S. 2.

berufen sich gerne auf die von Kydland und Prescott (1977) begonnene Literatur über „*rules versus discretion*“ in der Geldpolitik (Vanberg 2016).

Wenn man, wie Deutschland im Falle der EWU, die Chance hatte, die Regeln maßgeblich zu gestalten, d.h. die eigenen Interessen und Präferenzen in den Regeln festzuschreiben, dann ist eine strikt regelorientierte von einer rein interessengeleiteten Politik nur noch schwer zu unterscheiden. Damit werden auch die Grenzen zwischen einem „Kampf der Wirtschaftsphilosophien“ und einem profanen Interessenkonflikt fließend. Zum Offenbarungseid kommt es ja erst, wenn die Regeln in einer konkreten Situation im Widerspruch zum aktuellen Eigeninteresse stehen. In einer solchen Lage befanden sich vielfach nicht nur Frankreich und Lateineuropa, sondern wiederholt auch Deutschland. Dergestalt auf die Probe gestellt, verhielten sich deutsche Regierungen keineswegs als die prinzipientreuen Hüter der Regeln, als die sie so gerne gezeichnet werden.

Schon wenige Jahre nach Einführung der gemeinsamen Währung verletzte Deutschland zusammen mit Frankreich die 3%-Defizitregel. Damals war Deutschlands Wirtschaftswachstum eines der schwächsten der Eurozone. Also gab es in der Situation durchaus ein legitimes Argument für eine Fiskalpolitik, die expansiver war, als was die Regeln erlaubten. Ordoliberaler Logik hätte jedoch verlangt, die Regel im Interesse ihrer Glaubwürdigkeit und ihrer disziplinierenden Anreizwirkung dennoch einzuhalten. Stattdessen wendeten Deutschland und Frankreich kraft ihres politischen Gewichts im Ecofin-Rat die eigentlich fälligen Sanktionen gemeinsam ab. Als einige Jahre später die sich abzeichnende Insolvenz Griechenlands die Stabilität der Eurozone bedrohte, hätte die Nichtbeistandsklausel eigentlich verlangt, die Lösung des Problems Griechenland und seinen Gläubigern zu überlassen. Weil die Gläubiger aber in erster Linie deutsche und französische Banken waren, und die Insolvenz eines souveränen Schuldners weitere Kreise gezogen hätte, fanden Deutschland und Frankreich relativ rasch zu einem Konsens über die „Rettung“ Griechenlands, dank der die Gläubigerbanken erst einmal um größere Verluste und die hinter ihnen stehenden Steuerzahler nach der Finanzkrise von 2007/08 um ein erneutes Milliarden-Bail-Out herumkamen.

Alle diese Vorgänge hatten mit einem „Kampf der Wirtschaftsphilosophien“ herzlich wenig zu tun. Ebenso wenig war dabei ein Graben

zwischen Deutschland und Frankreich zu sehen, der die zwei Länder davon abgehalten hätte, in diesen Fällen die vereinbarten Regeln einfach zu ignorieren und das zu tun, was ihnen beiden in der gegebenen Lage als politisch opportun erschien. So wird deutlich, dass sich gerade Deutschland an kritischen Stellen des Weges doch recht weit vom Idealtyp des ordoliberalen Paradigmas der regelgesteuerten, interventionsabstinenten Wirtschaftspolitik entfernt hat. Es dominierte der Pragmatismus.³

Unmut hat in Europa erregt, dass Deutschland sich selbst Pragmatismus genehmigte, während es von anderen die Einhaltung der Regeln einforderte. In Deutschland selbst dominiert die Wahrnehmung, dass es die zahlreichen Regelverstöße sind, insbesondere diejenigen gegen die Defizit- und Schuldenregeln, die für das Andauern der Eurokrise verantwortlich sind. So zählt etwa Sinn (2016, S. 167ff.) für den Zeitraum 1999-2015 nicht weniger als 165 Verletzungen des Defizitkriteriums nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, die allesamt ohne Sanktion geblieben sind. Missbilligend zitiert er die damalige französische Finanzministerin Christine Lagarde, die im Krisenjahr 2010 „sarkastisch“ erklärt habe, man habe alle Regeln gebrochen, weil man „enger zusammenrücken und die Eurozone wirklich retten wollte“. Wer die Diagnose teilt, dass die systematische Rechtsbeugung das Kernproblem der EWU ist, kann die Lösung nur in einer Härtung der Regeln sehen.

Man muss die Aussage der französischen Politikerin aber nicht unbedingt als Kampfansage an das Prinzip der regelgebundenen Politik an sich interpretieren, noch war sie notwendigerweise sarkastisch gemeint. Denn man kann die Vorzüge von Regeln gegenüber diskretionären ad-hoc-Interventionen so lange durchdeklinieren, wie man will: Am Ende steht und fällt die Leistungsfähigkeit eines Regelwerks mit der Qualität seiner Regeln. Regeln können nur zweckdienlich sein, wenn sie aus einem korrekten Verständnis der Wirkungszusammenhänge abgeleitet sind, aus denen sich die zu regelnden Sachverhalte ergeben. Nicht minder wichtig ist, dass es beim Design der Regeln gelingt, die äußeren Umstände, mit denen die Politik zu Rande kommen muss, zuverlässig und möglichst vollständig zu antizipieren. Gelingt dies nicht – vernachlässigt

³ Auch Feld et al. (2015) attestieren der deutschen Politik, dass sie bei aller grundsätzlichen Orientierung an der Tradition des Ordoliberalismus mit ihrer Zustimmung zum Rettungsfonds ESM und zur unkonventionellen Geldpolitik der EZB ein erhebliches Maß an Pragmatismus an den Tag gelegt hat.

also etwa das Regelwerk einer Währungsunion die Eventualität, dass eine Krise die Stabilität des Finanzsektors bedroht, und tritt dieser Fall dann auch tatsächlich ein –, so steht die Politik sofort vor einem nicht-trivialen Trade-Off zwischen Regeltreue und Flexibilität. Es gibt a priori keinen Grund zur Vermutung, dass in diesem Spannungsfeld die optimale Lösung immer eine Ecklösung sein muss.

3. Ordoliberalismus ohne makroökonomische Optik

Regelgebundene Politik, Haftungsprinzip, Währungsstabilität: Diese Eckpfeiler im Regelwerk der EWU bilden aus deutscher Sicht insofern ‚gute‘ Regeln, als sie der deutschen ordnungspolitischen Tradition entstammen und sich mit dem ordoliberalen Verständnis von Wirtschaftspolitik decken. Als Schwachstelle im Design der EWU erwies sich in der Praxis jedoch ausgerechnet ein Eckpfeiler, der von der Architektur der EWU ebenso weitgehend vernachlässigt worden ist wie von der ordoliberalen Agenda Walter Euckens: die makroökonomische Stabilität.

Makroökonomische Stabilität erschöpft sich nicht in der Stabilität der Währung, sondern beinhaltet auch die Stabilität der wirtschaftlichen Aktivität, der Beschäftigung und des Finanzsystems. Weder Euckens konstituierende Prinzipien der Marktwirtschaft noch die im Maastrichter Vertrag niedergelegten Regeln der EWU sehen die Wirtschaftspolitik in der Pflicht, für makroökonomische Stabilität zu sorgen. Die Begründungen sind sich dabei auffallend ähnlich. Sowohl Eucken als auch die Architekten der EWU waren davon überzeugt, dass flexible Märkte, eine konsequent betriebene Ordnungspolitik und eine strikt der Preisstabilität verpflichtete Geldpolitik im Verbund miteinander die Selbstheilungskräfte der Marktwirtschaft hinreichend stärken, um größere Instabilitäten oder gar Krisen gar nicht erst entstehen zu lassen. Eine antizyklische Nachfragesteuerung ist aus dieser Sicht bestenfalls wirkungslos, schlimmstenfalls kontraproduktiv und jedenfalls mit schädlichen Nebenwirkungen verbunden.

Es ist bemerkenswert, dass die ordoliberale Tradition, die immerhin als deutsche Antwort auf die wirtschaftspolitischen Defizite der Weimarer Republik und auf den Staatstotalitarismus der nationalsozialistischen Herrschaft entstand, einen so großen Bogen um das Thema der makroökonomischen Stabilität macht. Anders als etwa Wilhelm Röpke hat sich

Walter Eucken in seinen Schriften mit Keynes und dessen Analyse der Weltwirtschaftskrise nicht theoretisch auseinandergesetzt, sondern ihn nur als gedanklichen Vorbereiter der von ihm entschieden abgelehnten „Vollbeschäftigungspolitik“ registriert.

Der theoretische Kontext, in den Eucken seine Argumentation einpasste, war derjenige der österreichischen Konjunkturtheorie. Für diese war allein schon das für Keynes charakteristische Denken in gesamtwirtschaftlichen Aggregaten suspekt, weswegen auch eine auf die effektive Gesamtnachfrage zielende Stabilisierungspolitik keine Lösung sein konnte. Aus österreichischer Sicht war eine Wirtschaftskrise eine Reinigungskrise, durch die die Märkte wieder zu einer gleichgewichtigen Struktur der Produktion zurückfinden konnten, nachdem eine vorangegangene Überexpansion diese Struktur verzerrt hatte. Jeder makropolitische Eingriff in diesen Reinigungsprozess musste daher als kontraproduktiv erscheinen. So bedeutete für Hayek (1931) die Schaffung „künstlicher Nachfrage“ nur eine Verzerrung freiwilliger individueller Entscheidungen und damit eine Verschleppung der notwendigen Anpassungsprozesse. In gleicher Weise, und mit dem gleichen Vokabular, lehnte auch Schumpeter (1934) eine keynesianische Stabilisierungspolitik ab.

Immerhin hat Schumpeter anerkannt, dass eine Krise sich von einer „normalen“ zu einer „pathologischen“ Depression entwickeln kann, und dass in diesem Fall öffentliche Arbeitsbeschaffung durchaus angezeigt ist (Dal Pont Legrand/Hagemann 2017). Auf der theoretischen Ebene ist zuvor schon Röpke (1931) über die österreichische Konjunkturtheorie hinaus gegangen und hat, gestützt auf die einschlägigen geldtheoretischen Analysen von Keynes, den Begriff der „sekundären Deflation“ für eine Krise geprägt, die weit über die Dimension einer Reinigungskrise hinausgeht, und zu deren Eindämmung ein aktives Gegensteuern des Staates geboten ist (Grudev 2017). Auch Eucken war 1931 in der Tiefe der Krise einem ‚keynesianischen‘ Arbeitsbeschaffungsplan Wilhelm Lautenbachs nicht abgeneigt. Dies bedeutet jedoch nicht, dass er die von Keynes gestellte Diagnose und die daraus zu ziehenden Schlüsse geteilt hätte. Vielmehr sah er in der damaligen zugespitzten Lage eine Krisenintervention als *ultima ratio*, um die vollständige Implosion des politischen Systems abzuwenden – und damit womöglich „die nationalsozialistische Revolution“ abzuwenden, wie er rückblickend meinte (Eucken 2001, S. 40).

Warum Eucken dennoch nie daran dachte, eine keynesianische „Vollbeschäftigungspolitik“ ins Arsenal der Wirtschaftspolitik aufzunehmen, begründete er an verschiedenen Stellen ausführlich. Drei Erwägungen erscheinen für seine Gedankenführung zentral. Erstens war er im Einklang mit der österreichischen Konjunkturtheorie der Überzeugung, dass die „Depression“, also die Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität, eine Folge der Deflation sei, so dass der Schlüssel für ihn in geeigneten „Ordnungsformen des Geldes“ lag, „welche die Gleichgewichtsstörung auf dem Arbeitsmarkt gar nicht erst entstehen lassen (Eucken 2001, S. 48). Zweitens warf er der keynesianischen „Vollbeschäftigungslehre“ vor, sie bestreite die Fähigkeit der Marktwirtschaft, dezentrales, vom „Einzelinteresse“ geleitetes Handeln in den Dienst des „Gesamtinteresses“ zu stellen (Eucken 1952, S. 361). In der Tat ist die Theorie von Keynes im Kern eine Theorie des Koordinationsversagens (Leijonhufvud 1981). Es ist nicht das geringste Verdienst dieser Theorie, dass sie zeigt, warum die von Marktkräften gesteuerten Preisbewegungen in einer Krise nicht stabilisierend, sondern im Zweifel eher destabilisierend wirken (Keynes 1936, Kap. 19). Diesen Einsichten hat sich das ordoliberalen Denken nicht geöffnet.

Ausschlaggebend für die Ablehnung der „Vollbeschäftigungspolitik“ war für Eucken aber wohl die desaströse Erfahrung der nationalsozialistischen Wirtschaftspolitik (Eucken 1952, S. 143f.):

„Alle Experimente der Vollbeschäftigungspolitik krankten daran, ... [die] Lenkungsmechanik zu behindern... Gerade aus diesem Grunde hat es sich z.B. in Deutschland während der Epoche der Vollbeschäftigungspolitik in zunehmendem Masse als notwendig erwiesen, das funktionsunfähig gewordene Preissystem durch Methoden zentralverwaltungswirtschaftlicher Lenkung zu ersetzen.“

In der Tat erforderte Hitlers Nachfrageexpansion von Anfang an eine systematische Devisenbewirtschaftung und mündete nach kurzer Zeit in allgemeine Preiskontrollen und in ein zunehmend planwirtschaftliches Zentralverwaltungsregime. Aber wie konnte Eucken diese deutsche Ausnahmeerfahrung als zwangsläufige, systemimmanente Tendenz einer Nachfragepolitik deuten? Riese (1972, S. 45) bietet eine Erklärung an:

„Keynes ist ... die angelsächsische, Eucken die deutsche Antwort auf die Weltwirtschaftskrise. Nur einer der beiden kann vor der Geschichte Bestand haben. Es ist Keynes. Denn heute ist offenkundig, dass der punk-

tuelle Interventionismus der Zwischenkriegszeit seine Ursachen nicht in mangelndem ordnungspolitischem Denken, sondern in einer mangelnden theoretischen Bewältigung der anstehenden Probleme hatte. Hier liegt der fatale historische Irrtum der Ordnungsidee.“

Mit seiner Einschätzung, dass die Interpretation der historischen Erfahrung der Weltwirtschaftskrise und die Rezeption des Theoriegebäudes von Keynes das zentrale Unterscheidungsmerkmal ist, das die ordoliberalen Tradition Deutschlands vom angloamerikanischen Mainstream der Volkswirtschaftslehre abhebt, liegt Riese wohl richtig. Schon sehr früh hat Paul Samuelson in einer der ersten Auflagen seines einflussreichen Lehrbuchs den Begriff der „neoklassischen Synthese“ geprägt. Diese Synthese ist in der darauf folgenden Entwicklung der Makroökonomik zwar alles andere als unbestritten geblieben. Aber die darin ausgedrückte Auffassung, dass die makroökonomische Theorie von Keynes und die ältere klassische Tradition der mikroökonomischen Preis- und Markttheorie einander nicht widersprechen, sondern komplementär zueinander sind, hat sich in der Volkswirtschaftslehre durchgesetzt. Die Prinzipien, die Eucken als Bedingung einer funktionstüchtigen Marktwirtschaft formuliert hat, gehören überwiegend auch aus der Optik der neoklassischen Synthese zu den selbstverständlichen Eigenschaften des Ordnungsrahmens. Aber im Gegensatz zu Eucken, und in der direkten Tradition von Keynes, sieht die neoklassische Synthese in einer wirksamen makroökonomischen Nachfragepolitik nicht eine Bedrohung der marktwirtschaftlichen Ordnung, sondern im Gegenteil gerade eine essentielle Voraussetzung dafür, dass Preise und Märkte ihre allokativen Rolle spielen können. Dieses selbe Verständnis ist auch für die modernere „Neue Neoklassische Synthese“ (Goodfriend/King 1997) wegleitend geblieben, die sich bis heute als das dominierende Paradigma der Makroökonomik behauptet hat.

4. Das makroökonomische Missmanagement der EWU

Es wäre ein Zerrbild der Nachkriegstradition der Volkswirtschaftslehre und der Wirtschaftspolitik in Deutschland, wollte man behaupten, sie sei dem Ordoliberalismus in seiner Ablehnung des makroökonomischen Aggregatdenkens und der makroökonomischen Stabilisierungspolitik gefolgt. So waren das Stabilitätsgesetz von 1967 und die vom damaligen

Wirtschaftsminister Karl Schiller betriebene Nachfragepolitik ganz explizit von der keynesianischen Theorie inspiriert; und an deutschen Hochschulen wird die moderne Makroökonomik mit derselben Selbstverständlichkeit und mit denselben Inhalten gelehrt wie überall sonst auf der Welt. Trotzdem ist die makroökonomische Stabilität als Anforderung, die an eine Währungsordnung zu stellen sind, von Deutschland beim Design der EWU hintangestellt worden, weil die Sorge um die Bewahrung der Preisstabilität und um die Disziplinierung der Staatsverschuldung alle anderen Erwägungen dominierte.

Bemerkenswert an dieser Prioritätsordnung ist, dass sie wesentliche Einsichten ignorierte, die die Wissenschaft damals in Bezug auf die Eignung Europas als Währungsraum bereits besaß. Die einschlägige Forschung stand zum größten Teil in der Tradition der von Mundell (1961) begründeten Theorie der optimalen Währungsräume – was eine Forschungsrichtung war, die auch dann noch stark vom keynesianischen Zeitgeist der 1960er Jahre geprägt war, als der Keynesianismus in der Makroökonomik schon stark in die Defensive geraten war. Die Aufmerksamkeit der Forschung konzentrierte sich dementsprechend auf die Frage, wie ein Währungsraum abgegrenzt und beschaffen sein muss, damit die makroökonomische Stabilität bestmöglich gewährleistet bleibt. Als eigentliche Herausforderung stand dabei der Umgang mit asymmetrischen Schocks im Vordergrund. Während die Geldpolitik der gemeinsamen Zentralbank im allgemeinen ausreichen sollte, gesamtwirtschaftlichen Störungen zu begegnen, welche die Regionen einer Währungsunion gleichmäßig treffen, erfordern asymmetrische Schocks wirksame Mechanismen, um einen Ausgleich zwischen den Regionen herzustellen.⁴ In der Literatur herrschte weitgehend Konsens, dass Europa solche Mechanismen nicht in ausreichendem Maße besaß, oder jedenfalls in weit geringerem Maße als die Vereinigten Staaten (Bayoumi/Eichengreen 1993).

Der nahe liegende Schluss hätte gelaute, entweder die Währungsunion bleiben zu lassen oder sie mit einem wirksamen Korrektiv für asymmetrische Schocks auszustatten – etwa in Gestalt fiskalpolitischer Regeln und Institutionen, die darauf ausgelegt gewesen wären, asymmetrischen makroökonomischen Schocks innerhalb der Währungsunion

⁴ Die Theorie der optimalen Währungsräume ist Standard-Lehrbuchstoff; siehe z.B. De Grauwe (2016).

wirksam zu begegnen. Stattdessen beschränkte man sich auf die Formulierung von Konvergenzkriterien, die dafür sorgen sollten, dass die Anfangsbedingungen einigermaßen homogen waren und alle Mitgliedsländer wenigstens zu Beginn mit einer einheitlichen Geldpolitik gut zurechtkamen. Darüber hinaus herrschte das Prinzip Hoffnung – die Hoffnung, dass mit der fortschreitenden Integration des Binnenmarktes und den dafür erforderlichen Strukturreformen asymmetrische Schocks seltener und schwächer und die Schockabsorptionsfähigkeit der Währungsunion stärker werden würden. Diese Hoffnung entsprang politischem Wunsdenken; eine wissenschaftliche Grundlage dafür gab es nicht.

Bekanntlich kam es ganz anders. Ironischerweise war es die Bildung der Währungsunion selbst, die sich wegen der von ihr herbeigeführten Konvergenz der Zinsen als massiver asymmetrischer Schock erwies, durch den die einheitliche Geldpolitik der EZB von Anfang an überfordert war. Für die nun boomenden vormaligen Hochzinsländer der Peripherie war die Geldpolitik viel zu locker, für den eher stagnierenden Kern des Währungsraums um Deutschland hätte sie expansiver sein können. Die dezentral geführte, unkoordinierte nationale Fiskalpolitik kam in jener Phase der Geldpolitik nicht zu Hilfe, sondern verschärfte durch ihren prozyklischen Bias die Divergenz zusätzlich (Landmann 2014, 2018). Die Kapitalströme, die aus der so entstandenen Schiefelage erwachsen, legten den Grundstock für die spätere tiefe Krise der EWU im Nachgang zur Globalen Finanzkrise von 2007/08. Die Krise selbst fiel deswegen so heftig aus, weil sich durch die anhaltenden makroökonomischen Ungleichgewichte über die Jahre eine Pyramide der Kreditverflechtungen aufgebaut hatte, die nun mit dem plötzlichen Stop („Sudden Stop“) der Kapitalzuflüsse in die Defizitländer einzustürzen drohte. Mit spitzer Feder, aber nicht zu Unrecht spricht Krugman (2013) daher von der „Rache des Optimalen Währungsraums“.

Aber es kam noch schlimmer. Die Krise stürzte die Eurozone in eine tiefe Rezession und führte die EZB dadurch an die Grenzen der Zinspolitik, als sie sich mit ihrem Leitzins der Nullzinsgrenze näherte und ihren Handlungsspielraum auch durch zunächst eher zögerlich eingesetzte Instrumente der unkonventionellen Geldpolitik kaum zu erweitern vermochte. Erneut wäre die Fiskalpolitik gefordert gewesen. Aber zu mehr als einigen zeitlich eng begrenzten Konjunkturpaketen im Jahre 2009 kam es nicht. Bereits in den Jahren 2010 und 2011, als die Rezession der

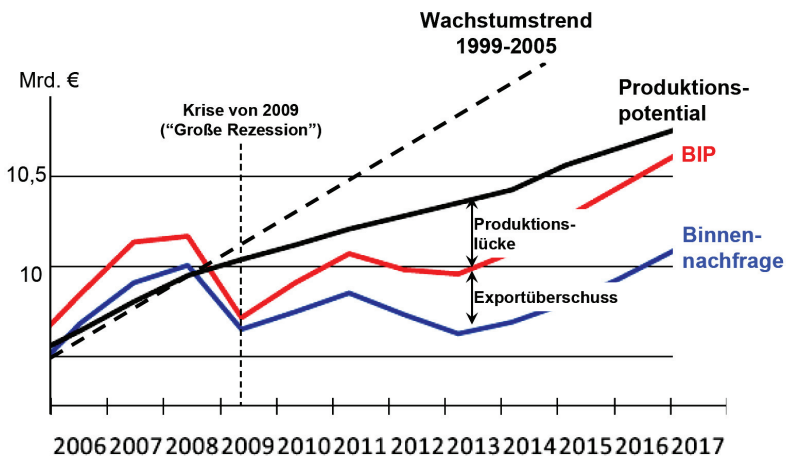
Eurozone noch lange nicht ausgestanden war, schaltete die Fiskalpolitik unter dem Eindruck der durch die Krise angestiegenen Staatsschuldenquoten wieder um auf Austerität und Haushaltskonsolidierung. Treibende Kraft hierbei war Deutschland, das sich im Einklang mit der Bedeutung ausgeglichener Staatsfinanzen in seiner intellektuellen Tradition selbst eine Schuldenbremse ins Grundgesetz geschrieben hatte und eine solche nun am liebsten auch europaweit installiert gesehen hätte. Unterstützung erfuhr Deutschland in seinen fiskalpolitischen Überzeugungen auch durch die EZB, solange sie unter der Führung von Jean-Claude Trichet stand.

Eine Rolle spielte ohne Zweifel auch, dass das Konzept der antizyklischen Fiskalpolitik in der langen Phase makroökonomischer Stabilität, die der Krise voraus ging („Great Moderation“), durch den Mainstream der Makroökonomik und vor allem im Konsensmodell der „Neuen Neoklassischen Synthese“ eher skeptisch beurteilt wurde (Taylor 2009). Diese Einschätzung hat sich in der Zwischenzeit zwar deutlich gewandelt und ist einer „New View of Fiscal Policy“ gewichen (Furman 2016), die eine aktivere Fiskalpolitik vor allem zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Aktivität unter Bedingungen einer bindenden Zinsuntergrenze sowie im Umgang mit asymmetrischen Schocks in einer Währungsunion einfordert. Mit der deutschen Wirtschaftsphilosophie sind diese Erkenntnisse jedoch nicht leicht auf einen Nenner zu bringen, weswegen sie auf das makroökonomische Management der Eurozone noch kaum abgefärbt haben. So kam es, dass in den Jahren, in denen die Erholung von der Krise hätte Priorität genießen müssen, insbesondere im Zeitraum 2009-2014, alle Mitglieder der Eurozone eine klar prozyklische, kontraktive Fiskalpolitik verfolgten (Landmann 2018, Fig. 1). Wie Obstfeld (2013) betont, waren deren Auswirkungen vor allem deshalb „verheerend“, weil der rezessionsverschärfende Impuls der Fiskalpolitik mit einer nach der Finanzkrise ohnehin labilen Verfassung der Volkswirtschaften zusammentraf, und weil die Simultaneität der Impulse durch die enge Handelsverflechtung innerhalb der Eurozone die Multiplikatoren vergrößerte.

Die Konsequenz war, dass die Erholung der Eurozone von der Rezession lange Zeit nicht vom Fleck kam. Im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern, wo sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik einen deutlich entschiedeneren antizyklischen Kurs verfolgten, blieb der Wiederaufschwung deutlich zurück, ja er brach 2011 wieder ab und wurde durch eine zweite Rezessionsphase abgelöst („double dip recession“).

Abbildung 1 illustriert die Entwicklung der Eurozone ab 2006. Erst ab 2014 setzte wieder ein anhaltendes Wachstum des Bruttoinlandsprodukts ein, und erst für 2018 sehen die Projektionen der OECD voraus, dass die Produktionslücke – die Lücke zwischen dem Produktionspotenzial und der tatsächlichen Produktion – wieder geschlossen wird.

Abbildung 1: Schleppende Erholung der Eurozone von der Krise



Quelle: OECD, Economic Outlook Database, 2017.⁵

Unterstützt wurde die am aktuellen Rand langsam wieder erwachende Dynamik durch die Rückkehr der Fiskalpolitik zu einer im Durchschnitt der Eurozone wieder ungefähr neutralen Haltung und vor allem auch durch die quantitative Lockerung, die die EZB zwar später als die anderen großen Zentralbanken einleitete, aber ab 2015 doch mit Konsequenz betrieb. Außen vor muss an dieser Stelle die Frage bleiben, inwieweit die in der Abbildung klar ersichtliche Abflachung des Potenzialwachstums unter seinen eigenen früheren Trend auf eine exogene, angebotsseitige Abschwächung des Produktivitätswachstums zurückzuführen ist, oder

⁵ Alle Größen sind real definiert, die Binnennachfrage in Einheiten inländischer Güter. Die Angaben für 2016 and 2017 sind OECD Projektionen.

nicht vielmehr eine endogene Folgeerscheinung der Krise selbst ist, die durch einen hinreichend dynamische Konjunkturerholung mindestens teilweise wieder rückgängig gemacht werden könnte (Ball 2014, Fatas/Summers 2016). Die Beantwortung dieser Frage hat etwa für das Timing des Ausstiegs der EZB aus ihrer Politik der Bilanzausweitung weit reichende Konsequenzen

Weitere Schlüsse lässt in Abbildung 1 die Entwicklung der Binnennachfrage zu, die derjenigen des Bruttoinlandsprodukts deutlich hinterherhinkt und erst im Jahre 2017 das vor der Krise erreichte Niveau erstmals erreicht und überschreitet – was nichts anderes bedeutet, als dass die Erholung der wirtschaftlichen Aktivität seit der Krise weitgehend vom wachsenden Exportüberschuss getragen wurde. So entwickelte sich die Eurozone, deren aggregierte Leistungsbilanz bis zur Krise noch ungefähr ausgeglichen gewesen war, zu einer der großen Überschussregionen der Weltwirtschaft. „Kampf der Wirtschaftskulturen“ hin oder her: Makroökonomisch ist die Eurozone voll auf das deutsche Modell eingeschwenkt – ein Modell, in dem die Binnennachfrage weit hinter dem Produktionspotenzial zurückbleibt und die Lücke durch einen entsprechenden Exportüberschuss gefüllt wird. Dieses deutsche Modell steht in der Kritik. Man muss nicht so weit gehen wie Wren-Lewis (2015), der Deutschland für die Krise der Eurozone schlechthin verantwortlich macht. Aber dass die von den Euro-Ländern weitgehend simultan verfolgte Sparpolitik die Binnennachfrage und damit auch die Erholung der Eurozone von der Krise empfindlich getroffen hat, ist vielfach belegt (z.B. In't Veld 2013). Ebenso klar ist, dass eine Strategie, die auf einen Exportüberschuss als Stütze der Gesamtnachfrage baut, nur funktionieren kann, wenn die Handelspartner einen entsprechenden Importüberschuss akzeptieren. Hätte der Rest der Welt dieselbe Strategie gewählt, hätte sich die Dauer der globalen Rezession deutlich erhöht und die Eurozone hätte nicht als Trittbrettfahrer am Aufschwung der Weltwirtschaft teilhaben können.

Ganz anders die Wahrnehmung in Deutschland: Als der Restriktionsgrad der Fiskalpolitik ab 2015 abnahm und gleichzeitig die Geldpolitik mit Anleihenkäufen auf Expansionskurs ging, unterstützte dies zwar die konjunkturelle Erholung der Eurozone, wurde aber in Deutschland von der Mehrheit der Meinungsführer und der Entscheidungsträger der Wirtschaftspolitik kritisch gesehen. Dabei mag eine Rolle gespielt haben, dass

sich die deutsche Wirtschaft schon vorher deutlich schneller und besser als die übrige Eurozone von der Krise erholt hatte und insofern einen expansiven Impuls nicht mehr unbedingt benötigte. Vor allem aber manifestierte sich hier eine intellektuelle Tradition, für die Konjunkturpolitik nur „künstliche Nachfrage“ schafft, Reformen verzögert und damit nachhaltige Anpassung verhindert.

Ebenfalls nur auf beschränktes Verständnis stößt in Deutschland, dass Zentralbanken weltweit, unter ihnen auch die EZB, ihre Inflationsziele nicht genau bei null, sondern eher in der Nähe von 2% ansiedeln. Aus dieser Optik wird einer Geldpolitik, die expansiv eingestellt bleibt, obwohl „von schädlicher Deflation im klassischen Sinne nichts zu sehen“ sei und man sich doch eigentlich „an der erreichten Preisstabilität erfreuen“ könne, schnell einmal „Deflations-Paranoia“ unterstellt (Stark 2015). Noch weniger Verständnis findet in diesem Denken die simple arithmetische Logik eines europäischen Durchschnitts. Wenn die Eurozone im Durchschnitt eine Inflationsrate von knapp 2% erreichen, gleichzeitig aber das relative Preis- und Kostenniveau der peripheren Länder substanziell fallen soll, erfordert dies nach Adam Riese eine deutsche Inflationsrate, die deutlich über 2% liegen muss, womöglich für geraume Zeit. Für Sinn (2015, S. 24) „steht [es] in den Sternen“, ob Deutschland den damit verbundenen Anstieg seines Preisniveaus akzeptieren würde. Dass es sich praktisch seit Beginn der EWU umgekehrt verhält, d.h. die deutschen Verbraucherpreise das Inflationsziel der EZB systematisch unterschließen, fällt augenscheinlich weniger schwer zu akzeptieren.

5. Fazit

Die Krise der EWU und ihre schleppende Bewältigung werden in Europa höchst unterschiedlich interpretiert. Deutschland und benachbarte nord-europäische Ländern beklagen die vielen Regelverletzungen und einen Mangel an Marktdisziplin. Frankreich und andere mediterrane Länder suchen die Schuld dagegen gerade in einer zu rigiden Anwendung der Regeln und in der mangelnden Flexibilität der makroökonomischen Politik. In diesem Gegensatz spiegelt sich der von Brunnermeier, James und Landau (2016) konstatierte „Kampf der Ideen“.

Die deutsche Position wird gerne mit der spezifisch deutschen intellektuellen Tradition des Ordoliberalismus assoziiert. Richtig daran ist,

dass die absolute Priorität, die das Haftungsprinzip und die Stabilität der Währung vor allem auf Betreiben Deutschlands in der Architektur der EWU erhalten hat, zwei ordoliberalen Kernforderungen umsetzt, die zu Euckens (1952) „konstituierende Prinzipien“ einer marktwirtschaftlichen Ordnung gehören. In der Praxis hat die deutsche Politik allerdings einen durchaus flexiblen, pragmatischen Umgang mit den Regeln der EWU gepflegt.

Die Regeln der EWU vernachlässigen das Ziel der makroökonomischen Stabilität fast vollständig. Eine begrenzte Ausnahme von den Defizitregeln im Falle einer größeren Rezession ist die einzige Konzession, die das Regelwerk an die Stabilisierungspolitik macht. Diese Marginalisierung der makroökonomischen Optik steht in einem diametralen Widerspruch zu fast allem, was die Währungstheorie zu den Funktionsbedingungen eines Währungsraums zu sagen hat, befindet sich aber im Einklang mit der Vernachlässigung der makroökonomischen Stabilität und der Ablehnung einer makroökonomischen Stabilisierungspolitik durch Eucken und die von ihm begründete ordoliberale Tradition.

Das quasi axiomatische Vertrauen in die Selbstheilungskraft einer marktwirtschaftlichen Wirtschafts- und Währungsordnung hat sich bitter gerächt. Die EWU war von den stabilisierungspolitischen Herausforderungen, mit denen sie sich von allem Anfang an konfrontiert sah, restlos überfordert. Die Divergenz der makroökonomischen Entwicklung in den ersten zehn Jahren der EWU blieb ohne jede stabilisierungspolitische Reaktion. Später, als die Eurozone in der Folge der globalen Finanzkrise in eine tiefe Rezession gestürzt war, wirkte die prozyklische Austeritätspolitik jahrelang krisenverschärfend und -verlängernd.

Dass die makroökonomische Stabilisierung in der Tradition des deutschen ordoliberalen Denkens keinen Platz gefunden hat, lässt sich bis zu Eucken zurückverfolgen, der die spezifisch deutsche Erfahrung mit der nationalsozialistischen „Vollbeschäftigungspolitik“ für verallgemeinerbar hielt. Ganz anders hat die angelsächsische Volkswirtschaftslehre in der Tradition der neoklassischen Synthese die historische Erfahrung der Weltwirtschaftskrise verarbeitet. Für sie ist die makroökonomische Stabilisierungspolitik keine Anti-These zur liberalen marktwirtschaftlichen Ordnung, sondern im Gegenteil deren Fundament. Nichts erodiert den politischen Rückhalt eines Systems freier Märkte gründlicher als die Zerstörungen einer schweren Wirtschaftskrise.

Ebenso falsch wäre es, die Stabilisierungspolitik mit diskretionärem Interventionismus gleichzusetzen und allein deswegen als Fremdkörper in einem regelgesteuerten Ordnungsrahmen zu disqualifizieren. Die Konditionierung der Erwartungen des privaten Sektors, wie sie eine transparente, verlässliche Politik ermöglicht, spielt heute nicht nur in der makroökonomischen Theorie, sondern auch in der Praxis der Stabilisierungspolitik eine wachsende Rolle. Verlässlichkeit ist dabei weder mit dem Verzicht auf antizyklisches Gegensteuern gleichzusetzen noch mit dem gänzlichen Verzicht auf menschliches Urteilsvermögen zugunsten eines nur noch regelgesteuerten Autopiloten.

Ohnehin liegt der Kern des Konflikts im „Kampf der Ideen“ weniger in der Bedeutung, die der Einhaltung von Regeln abstrakt beigemessen wird, als in den Inhalten, mit denen die Regeln konkret gefüllt werden. Wenn die Reform der EWU in eine Ordnung mündet, die der Stabilität des Währungsraums und seines Finanzsystems gebührend Beachtung schenkt, stehen die Chancen gut, dass in Zukunft sowohl die Regelbrüche seltener als auch die Krisenfestigkeit des Währungsraums größer sein werden als in der Vergangenheit.

Literatur

- Ball, Laurence (2014), Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries, NBER Working Paper 20185, Mai.
- Bayoumi, Tamim und Barry Eichengreen (1993), Shocking Aspects of European Monetary Integration, in Francisco Torres und Francesco Giavazzi (Hg.), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, London und Cambridge, 193-235.
- Beck, Thorsten und Hans-Helmut Kotz, Hg. (2017), Ordoliberalism: A German Oddity? A VoxEU.org Book, CEPR Press, London 2017, www.voxeu.org/content/ordoliberalism-german-oddity.
- Bratsiotis, George und David Cobham, Hg. (2016), German macro: how it's different and why that matters, e-Book, European Policy Centre, Brüssel, April.
- Brunnermeier, Markus, Harold James and Jean-Pierre Landau (2016), The Euro and the Battle of Ideas, Princeton (deutsch: Euro – Kampf der Wirtschaftskulturen, München 2018).

- Dal Pont Legrand, Muriel und Harald Hagemann (2016), Do Productive Recessions Show the Recuperative Powers of Capitalism? Schumpeter's Analysis of the Cleansing Effect, *Journal of Economic Perspectives*, 31, 245-256.
- De Grauwe, Paul (2016), *Economics of Monetary Union*. Oxford.
- Eucken, Walter (1952), *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. Bern und Tübingen.
- Eucken, Walter (2001), *Wirtschaftsmacht und Wirtschaftsordnung*. Münster.
- Fatas, Antonio und Lawrence Summers (2016), The Permanent Effects of Fiscal Consolidations, NBER Working Paper 22374, Juni.
- Feld, Lars, Ekkehard Köhler und Daniel Nientiedt (2015), Ordoliberalism, Pragmatism and the Eurozone Crisis: How the German Tradition Shaped Economic Policy in Europe, *European Review of International Studies*, 2(3), 48-61.
- Furman, Jason (2016), The New View of Fiscal Policy and its Application, *voxeu.org*, 2. November.
- Goodfriend, Marvin und Robert King (1997), The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy, *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 231-283.
- Grudev, Lachezar (2018), The Secondary Depression: An Integral Part of Wilhelm Röpke's Business Cycle Theory, in: Patricia Commun und Stefan Kolev (Hg.), *Wilhelm Röpke (1899-1966) A Liberal Political Economist and Conservative Social Philosopher. The European Heritage in Economics and the Social Sciences*, Bd. 20. Heidelberg (im Erscheinen).
- Hayek, Friedrich A. (1931), *Preise und Produktion*, Wien.
- In't Veld, Jan (2013), Fiscal Consolidations and Spillovers in the Euro Area Periphery and Core, *European Economy, Economic Papers*, No. 506, Brüssel.
- James, Harold (2012), *Making the European Monetary Union*, Cambridge und London.
- Keynes, John Maynard (1939), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London.
- Krugman, Paul (2013), Revenge of the Optimum Currency Area, *NBER Macroeconomics Annual* 2012, 27, 439-448.
- Kydland, Finn und Edward Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.
- Landmann, Oliver (2014), Europas fiskalpolitisches Koordinationsdefizit, in: Martin Held, Gisela Kubon-Gilke und Richard Sturn (Hg.), *Unsere Institutionen in Zeiten der Krisen, Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik*, Jahrbuch 13, Marburg, 41-66.
- Landmann, Oliver (2018), On the Logic of Fiscal Policy Coordination in a Monetary Union, *Open Economies Review* (im Erscheinen).

- Leijonhufvud, Axel (1981), *Information and Coordination*. Oxford.
- Mundell, Robert (1961), *A Theory of Optimal Currency Areas*, *American Economic Review*, 51(4), 657-65.
- Riese, Hajo (1972), *Ordnungsidee und Ordnungspolitik – Kritik einer wirtschaftspolitischen Konzeption*, *Kyklos*, 25, 24-48.
- Röpke, Wilhelm, *Geldtheorie und Weltkrise*, *Der Deutsche Volkswirt*, 52, 1742-1747.
- Schumpeter, Joseph (1934), *Depressions: Can We Learn from Past Experience?* in Douglass Brown et al. (Hg.) *The Economics of the Recovery Program*, London and New York.
- Sinn, Hans-Werner (2015), *Die griechische Tragödie*, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 29. Mai.
- Sinn, Hans-Werner (2016), *Der Schwarze Juni*, Freiburg, Basel und Wien.
- Stark, Jürgen (2015), *In Europa herrscht Deflations-Paranoia*, *Neue Zürcher Zeitung*, 8. Januar.
- Taylor, John (2009), *The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy*, *American Economic Review*, P.P., 99, 550-555.
- Vanberg, Viktor (2016), *Ordoliberalism and Ordnungspolitik – A Brief Explanation*, Freiburg i.Br.
- Wren-Lewis, Simon (2015), *Who is responsible for the eurozone crisis? The simple answer: Germany*, *The Independent*, 13. Dezember.