

Fuest, Clemens et al.

Article

Geld- und Fiskalpolitik in der EU unter veränderten geopolitischen Bedingungen: Was wird aus der Europäischen Währungsunion?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Fuest, Clemens et al. (2022) : Geld- und Fiskalpolitik in der EU unter veränderten geopolitischen Bedingungen: Was wird aus der Europäischen Währungsunion?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 75, Iss. 06, pp. 03-32

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/263818>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

Geld- und Fiskalpolitik in der EU unter veränderten geopolitischen Bedingungen: Was wird aus der Europäischen Währungsunion?

Während der Finanzkrise und der Coronakrise haben viele Länder in der Europäischen Union hohe Schulden angehäuft. Und der nächste Schock hat die Gemeinschaft bereits ereilt: Der Krieg in der Ukraine schwächt die Wirtschaftsentwicklung und erfordert neue Rüstungsausgaben, Hilfen für Flüchtlinge sowie hohe Investitionen in eine neue Infrastruktur für die Energieversorgung. Schon in weniger turbulenten Zeiten hatten die EU-Mitgliedstaaten die Regeln des Stabilitätspaktes gebrochen. Eine Rückkehr zu den alten Kriterien erscheint jetzt umso mehr illusorisch. Was bedeutet das für die wirtschaftliche Entwicklung der EU? Wie geht es weiter mit der Eurozone?

Clemens Fuest

Reform der Schuldenaufsicht in der Eurozone: Ausgabenumschichtung einfordern statt Verschuldungsspielräume zu erweitern

Die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten der Eurozone und vor allem die Bindung an Verschuldungsregeln gehört zu den Grundpfeilern der Währungsunion. Gleichzeitig sind die Regeln höchst umstritten, und viele Länder halten sich nicht daran. Nun sollen die Verschuldungsregeln und mit ihnen der gesamte Prozess der wirtschafts- und fiskalpolitischen Koordination einmal mehr reformiert werden. Bereits im Februar 2020 hatte die Europäische Kommission angekündigt, einen Plan für die Reform der ökonomischen Governance der Eurozone einschließlich der Verschuldungsregeln vorzulegen. Durch den Ausbruch der Corona-Pandemie wurde das Projekt verschoben, aber nun soll die Reform kommen.

BISHER GÜNSTIGE BEDINGUNGEN FÜR NEUE SCHULDEN

Dabei ist die Forderung verbreitet, Verschuldungsspielräume auszudehnen. Das wird mit anstehenden Herausforderungen wie beispielsweise für Klimaschutz ausgaben begründet, aber auch damit, dass viele Staaten so hohe Schuldenquoten aufweisen, dass sie die 60%-Grenze auf absehbare Zeit nicht erreichen können. Die Debatte über erweiterte Verschuldungsspielräume ist geprägt davon, dass die Bedingungen

für schuldenfinanzierte Staatsausgaben in den letzten Jahren eher günstig waren. Niedrige Zinsen erleichterten die Tragfähigkeit der Schulden, geringe Inflationsraten legten nahe, dass hinreichend Produktionskapazitäten vorhanden waren und eine Verdrängung privater Aktivitäten durch Staatsausgaben kein großes Problem ist.

In letzter Zeit haben sich die ökonomischen Bedingungen für die Fiskal- und Wirtschaftspolitik in Europa aber verändert. Durch die Corona-Pandemie ist die Staatsverschuldung erheblich angestiegen – in Italien liegt sie bei mehr als 150% des Bruttoinlandsprodukts, in Griechenland bei 185%. Zählt man die Schulden des Corona-Rettungsfonds Next Generation EU hinzu, dann steigt die Quote auf 155% für Italien und 190% für Griechenland.

Die steigenden Energiepreise und der Ausbruch des Ukraine-Krieges verschärfen die Lage der Staatsfinanzen weiter. Die wirtschaftliche Erholung verzögert sich, gleichzeitig ergreifen viele Länder Maßnahmen, um Teile der Bevölkerung angesichts steigender Energiekosten zu



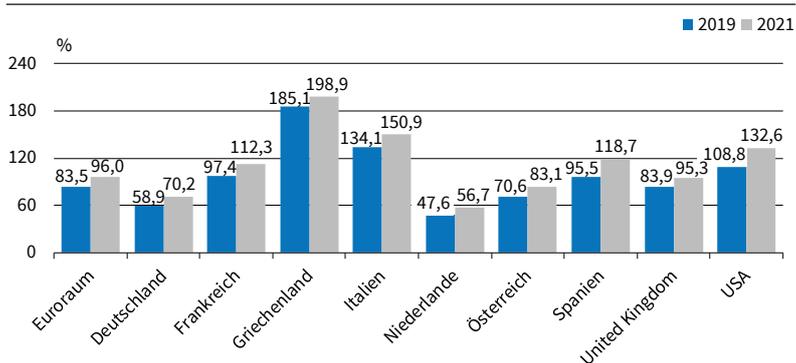
Prof. Dr. Dr. h. c. Clemens Fuest

ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Abb. 1

Staatsschuldenquoten

Bruttoschulden in Prozent der Wirtschaftsleistung (BIP)



Quelle: IWF WEO, 04/2022.

© ifo Institut

entlasten. Außerdem steigen die Ausgaben für Verteidigung. Deutschland zum Beispiel hat gerade zusätzliche Rüstungsausgaben in Höhe von 100 Mrd. Euro beschlossen, vollständig finanziert durch neue Staatsschulden.

ZINSANSTIEG ZEICHNET SICH AB

Verändert haben sich außerdem Inflation und Zinsen. Die Inflation ist zurückgekehrt. Im Mai 2022 erreichte sie in der Eurozone 8%. Wichtiger Treiber sind die Preise für Energie und Lebensmittel. Allerdings gibt es auch andere Faktoren, beispielsweise die Unterbrechung der Wertschöpfungsketten durch die pandemiebedingten Lockdowns in China. Die Kerninflation, die Energie- und Lebensmittelpreise nicht berücksichtigt, liegt mittlerweile bei 4%. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Zentralbank beschlossen, ihre derzeit noch extrem expansive Geldpolitik im Sommer zu beenden und die Zinsen zu erhöhen. An den Finanzmärkten steigen die Zinsen schon seit Jahresbeginn. Ob dieser Zinsanstieg von Dauer ist und insbesondere die Realzinsen nachhaltig steigen werden, ist unsicher, aber wenn die Notenbanken die Inflation wirklich bekämpfen wollen, werden sie nicht vermeiden können, steigende Realzinsen anzustreben.

Wie sollten die europäischen Verschuldungsregeln vor diesem Hintergrund reformiert werden? Im Fokus der öffentlichen Wahrnehmung stehen die Höchstgrenzen für das laufende Budgetdefizit von 3% und für den Schuldenstand in Höhe von 60%. Eine verbreitete Forderung lautet, die 60%-Grenze auf 90 oder 100% zu erhöhen, weil viele Länder in der Eurozone keine realistische Chance haben, ihren Schuldenstand in absehbarer Zeit auf 60% zu senken. Andere Vorschläge wollen öffentliche Investitionen oder Ausgaben für Klimaschutz von der 3%-Grenze für das Defizit ausnehmen. Darüber hinaus wird bemängelt, die Regeln würden weder die individuelle Lage der einzelnen Mitgliedstaaten noch die Verwendung der aufgenommenen Schulden angemessen berücksichtigen und zu wenig Flexibilität bieten.

AKTUELLE HANDHABUNG GELTENDER VERSCHULDUNGSREGELN

Diese Forderungen übersehen, dass die Obergrenzen von 60% für den Schuldenstand und 3% für das Budgetdefizit für die Praxis der wirtschafts- und fiskalpolitischen Überwachung und Koordination schon seit langer Zeit nur noch symbolische Bedeutung haben. Kern der ökonomischen Governance sind die Verhandlungen im Rahmen des »Europäischen Semesters«, bei denen die Mitgliedstaaten regelmäßig darüber berichten, wie sie ihre Wirtschafts- und Fiskalpolitik gestalten wollen. Die Europäische Kommission macht dann länderspezifische Empfehlungen für die Fiskalpolitik und sonstige wirtschaftspolitische Reformen. Dabei werden Unterschiede in der Ausgangslage der einzelnen Mitgliedstaaten ebenso berücksichtigt wie die aktuelle Lage der Konjunktur. Eine zentrale Rolle spielen dabei länderspezifische mittelfristige Ziele für das laufende Budgetdefizit und die Entwicklung der Staatsausgaben.

UNTERSCHIEDLICHE LAGE IN MITGLIEDSTAATEN STÄRKER BERÜCKSICHTIGEN?

Die Schwächen der geltenden Regeln liegen nicht darin, dass sie zu starr sind oder die individuelle wirtschaftliche Lage der Mitgliedstaaten nicht berücksichtigen. Sie liegen in zwei anderen Punkten. Erstens ist der Prozess der fiskalpolitischen Überwachung auf Basis dieser Regeln so komplex geworden, dass die breite Öffentlichkeit ihn nicht mehr versteht und folglich kaum öffentlicher Druck besteht, die Regeln einzuhalten. Zweitens halten sich die nationalen Regierungen kaum an die Empfehlungen. Die Europäische Kommission überprüft die Umsetzung in regelmäßigen Abständen. Der aktuellste Bericht stammt aus dem Vorkrisenjahr 2019. Das Ergebnis ist ernüchternd. Nur eine Minderheit der Länder hält sich an die Vorgaben.

Es erscheint deshalb naheliegend, von einer Reform eine Vereinfachung der Regeln und eine bessere Durchsetzung zu verlangen. Dabei stellt sich jedoch das Problem, dass Einfachheit eben auch bedeutet, weniger Rücksicht auf die aktuelle Konjunkturlage und die sehr unterschiedliche Situation der Mitgliedstaaten zu nehmen. Eine bessere Durchsetzung der Empfehlungen ist ebenfalls schwer zu erreichen. Letztlich liegt die Entscheidungsgewalt über wirtschaftspolitische Reformen und Staatsverschuldung bei den nationalen Parlamenten. Dort ist die demokratische Legitimierung angesiedelt. Die Erfahrung zeigt, dass sich nationale Regierungen und Parlamente im Konfliktfall über europäische Verschuldungsgrenzen und wirtschaftspolitische Empfehlungen hinwegsetzen.

REGELN GANZ ABSCHAFFEN?

Angesichts dieser Lage könnte man fragen, ob die europäischen Verschuldungsregeln und der damit

verbundene Verhandlungsprozess ganz abgeschafft werden sollten. Das würde jedoch bedeuten, das Kind mit dem Bade auszuschütten. Als Bezugspunkt für die Diskussion und die Koordination der nationalen Fiskal- und Wirtschaftspolitiken sind die Verschuldungsregeln nützlich, trotz all ihrer Schwächen. Die Regeln abzuschaffen wäre ein Signal, in der Fiskalpolitik noch weniger auf bisher auf Nachhaltigkeit und die gesamteuropäischen Interessen zu achten als bisher. Das wäre kontraproduktiv.

Bei der Reform sollten die Mitgliedstaaten primär versuchen, über die grundlegende Richtung der Fiskalpolitik der kommenden Jahre einen Konsens zu bilden. Die bestehenden Regeln sind flexibel genug, um diesen Konsens dann so weit wie möglich umzusetzen. Diesen Konsens zu finden, wird nicht einfach sein. Wie eingangs erwähnt, wird häufig gefordert, vor dem Hintergrund von Herausforderungen wie Klimaschutz, Digitalisierung und dem Ukraine-Krieg die Verschuldungsspielräume weiter auszudehnen. Dabei wird eine Reihe von Faktoren übersehen, die gegen eine weitere Erhöhung der Staatsschulden sprechen.

DREI ASPEKTE, DIE EINE REFORM BERÜCKSICHTIGEN MUSS

Erstens zeigt die steigende Inflation, dass sich die Finanzpolitik, anders als es noch einigen Jahren der Fall zu sein schien, nicht mehr darauf verlassen kann, dass steigende Staatsausgaben durch reichlich vorhandene Produktionskapazitäten bedient werden. Heute ist die Wirtschaft stark von Angebotsbeschränkungen betroffen. Höhere private Ausgaben verdrängen also in größerem Ausmaß private Ausgaben. Entsprechend weniger tragen sie zum Wirtschaftswachstum bei.

Zweitens ist die Zeit der lockeren Geldpolitik erst einmal vorbei. Derzeit steigt die Inflation noch stärker als die Nominalzinsen, so dass die Realzinsen sinken.

Aber wenn die Notenbanken die Inflation ernsthaft bekämpfen wollen, werden sie die Realzinsen deutlich anheben müssen. Staatsverschuldung wird also teurer. Die Konzentration auf die Inflationsbekämpfung bedeutet außerdem, dass die Notenbanken weniger Möglichkeiten haben, hoch verschuldete Staaten durch Staatsanleihenkäufe zu stützen. Deshalb wird es wieder wichtiger, Investoren an den Kapitalmärkten zu überzeugen, dass die Staatsschulden die Solvenz der Staaten nicht gefährden.

Drittens wären höhere Schulden für »grüne« Investitionen eher akzeptabel, wenn durch diese Investitionen in Zukunft die Steuereinnahmen steigen würden. Tatsächlich ist das nur teilweise der Fall. Es geht in erheblichem Umfang um das Ersetzen vorhandenen Kapitals, nicht um die Schaffung zusätzlichen Kapitals. Öffentliche Gebäude erhalten neue Heizungen, die mit Strom statt Öl betrieben werden. Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor werden durch Elektrofahrzeuge ersetzt. Kohlekraftwerke werden durch Windräder ersetzt. Das sind wichtige Ausgaben, die dem Klimaschutz dienen, aber zusätzliches Wirtschaftswachstum und zusätzliche Steuereinnahmen entstehen nicht. Deshalb können diese Ausgaben nicht dauerhaft durch Schulden finanziert werden. Stattdessen besteht die zentrale Aufgabe der Finanzpolitik in den kommenden Jahren darin, Ausgaben umzuschichten, also Staatsausgaben, die zwar nützlich sein mögen, aber nicht wirklich prioritär sind, abzubauen oder zumindest einzufrieren. Die Struktur und damit die Qualität der öffentlichen Finanzen ist im Rahmen der fiskalpolitischen Koordination schon heute ein relevantes Kriterium. Es sollte in Zukunft deutlich stärker gewichtet werden. Die Europäische Politik sollte also nicht primär anstreben, die Regeln selbst zu ändern. Es würde ausreichen, ihre Handhabung zu verändern.

Björn Kauder und Thomas Obst

Die EU unter Reformdruck: Geld- und Fiskalpolitik im Schatten der Krisenbekämpfung und Stagflation

Die sich rapide ändernden geopolitischen Rahmenbedingungen stellen die Geld- und Fiskalpolitik in der EU vor große Herausforderungen. Die durch die Pandemie erschöpfte Globalisierung (Hüther et al. 2021), die durch den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine ausgelöste geoökonomische Unsicherheit sowie die zunehmende Stagflationsgefahr im Euro-Raum haben vielfältige Auswirkungen auf die Stabilität der Staatsfinanzen und den Handlungsspielraum der Geldpolitik.

GEOPOLITISCHE AUSGANGSLAGE

Schon vor dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine stand die multilaterale Weltordnung unter Druck. China stellt seine geopolitischen Ambitionen mit dem Seidenstraßenprojekt unter Beweis (Diermeier et al. 2020), die EU verschafft sich mit dem Global-Gateway-Projekt ihr eigenes Tor zur Welt, und die G-7-Staaten schaffen mit der *Build-Back-Better-World*-Initiative eine dritte Alternative zu dem chi-



Dr. Björn Kauder

ist Senior Economist für Finanz- und Steuerpolitik, Kompetenzfeld »Öffentliche Finanzen, Soziale Sicherung, Verteilung«, am Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.



Dr. Thomas Obst

ist Persönlicher Referent des Direktors und Economist für Auslandskonjunktur und makroökonomische Modellierung, Kompetenzfeld »Internationale Wirtschaftsordnung und Konjunktur«, am Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.

nesischen Megaprojekt. Die *Decoupling*-Strategie der USA ist ein weiterer Beleg dafür, dass der Systemwettbewerb zum Systemkonflikt zwischen dem transatlantisch-demokratischen Westen und dem staatswirtschaftlich-diktatorischen China geworden ist. Eine Bipolarisierung der zukünftigen Weltordnung wird durch den Krieg in der Ukraine noch wahrscheinlicher.

Der Angriffskrieg Russlands hat zu einer historischen Zäsur in Europa geführt. Bundeskanzler Olaf Scholz sprach von einer Zeitenwende in der deutschen Außenpolitik, die massive Investitionen in die deutsche Verteidigung beinhaltet, aber auch die bisherigen wirtschaftlichen Verflechtungen mit Russland, die besonders durch eine starke Abhängigkeit Deutschlands und Europas von russischen Energieträgern gekennzeichnet sind, zurückdreht. Die wirtschaftlichen Auswirkungen

des Krieges auf die europäische Wirtschaft sind vielfältig (Bardt et al. 2022). Bereits vor dem Ausbruch des Krieges standen die globalen Lieferketten unter Druck. Dies führte zu stark ansteigenden Import- und Erzeugerpreisen. Gleichzeitig bestehen hohe Abwärtsrisiken für das reale Wirtschaftswachstum, die nicht nur durch die aktuelle Lage in der Ukraine verursacht, sondern durch weitere strukturelle Anforderungen wie der Dekarbonisierung oder der demografischen Alterung bedingt sind. Dabei ist von zentraler Bedeutung, dass mit dem Überfall Russlands auf sein Nachbarland ein weiterer exogener Schock auf eine bereits angeschlagene europäische Volkswirtschaft trifft und die von vielen Ökonomen erwartete Normalisierung der pandemiebedingten Angebotsprobleme im Jahr 2022 und damit verbunden geringere Inflationsraten und höhere Wachstumsraten in weite Ferne gerückt sind. Das Lockdown-Chaos in China stellt erneut die wechselseitigen Verflechtungen mit der EU auf den Prüfstand. Kurzum: Die Weltwirtschaft befindet sich im Ausnahmezustand. Der Krieg und seine wirtschaftlichen Folgen werden zur erneuten Bewährungsprobe für Europa.

KRISENBEKÄMPFUNG UND STAGFLATIONSRSIKO

Die Schuldentragfähigkeit in der Eurozone gerät somit durch Stagflationsgefahren, also einer Kombination von höherer Inflation und schwächerem wirtschaftlichem Wachstum, zusätzlich unter Druck (Roubini 2021; Hüther und Demary 2021; Sinn 2021). Im Gegensatz zur globalen Finanzkrise 2008 sind die ge-

genwärtigen makroökonomischen Probleme vorwiegend angebotsseitig. So führte die Finanzkrise und das Platzen der Häuserblase zu Einkommensverlusten der privaten Haushalte, und die anschließende Rezession wurde von niedrigen Inflationsraten mit erheblicher Deflationsgefahr im Euroraum begleitet. Während eine Austeritätspolitik den fiskalischen Spielraum stark einschränkte, wurde die Geldpolitik zunehmend lockerer, um die Folgen der Euro-Staatssschuldenkrise zu bekämpfen. Die EZB kam immer mehr in die Falle fiskalischer Dominanz. Die durchlebte Krise hat aber auch zu Lernprozessen geführt. Während der Corona-Pandemie haben die EU-Mitgliedstaaten ihre fiskalpolitischen Möglichkeiten deutlich stärker genutzt als während der Finanzkrise. Laut IWF (2021) hat die EU – unabhängig von nationalen Maßnahmen – rund 428 Mrd. Euro ausgegeben, um die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie abzufedern. Zusammen mit weiteren Liquiditätshilfen wie Krediten und Bürgschaften von schätzungsweise 765 Mrd. Euro gab die EU also rund 7% des BIP von 2020 aus. Hinzu kamen die 1,85 Billionen Euro schweren Maßnahmen der EZB, die mit dem *Pandemic-Emergency-Purchase-Program* bereits zu Anfang der Pandemie signalisierte, dass sie aufkommende Zweifel an der Zahlungsfähigkeit einiger Eurostaaten im Kern ersticken würde. Die Staatsverschuldung im Euroraum wird voraussichtlich von rund 84% am BIP im Jahr 2019 auf etwas mehr als 95% dieses Jahr ansteigen (Consensus Forecast 2022). Erschwerend kommt hinzu, dass eine Leitzinswende, wie in den USA und UK bereits vorgenommen und bei der EZB zum Juli 2022 angedeutet, den Schuldendienst teurer und die Bagatellisierung der Verschuldung sichtbar machen wird.

GELDPOLITIK IM NEUEN MAKROÖKONOMISCHEN UMFELD

Historische Anstiege der Konsumentenpreis-inflation sind seit dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine in Deutschland und der Eurozone zu verzeichnen. Diese Entwicklung setzt auf eine bereits seit Mitte 2021 zu beobachtende zunehmende Preisdynamik auf, die nach einer längeren Phase sehr moderater Inflationsraten einsetzte und zunächst vor allem durch die infolge der Pandemiepolitik gestörten globalen Lieferketten zu steigenden Import- und Erzeugerpreisen führte (Bardt et al. 2021). Am aktuellen Rand liegt der Verbraucherpreisindex im Euroraum bei historisch hohen 7,5% und bei mehr als 5% in allen EU-Mitgliedstaaten außer Malta. Diese Lagebeschreibung trägt bereits die besondere Herausforderung für die EZB in sich. Denn es handelt sich nicht um eine Inflation, die durch eine überschäumende Nachfrage in einer Boomphase zustande kam – wie es etwa in den USA der Fall ist, die historisch hohe 25% ihres BIP zur Krisenbewältigung ausgaben (IWF 2021) – sondern durch angebotsseitige Verklemmungen und Kostensteigerungen. Auch wenn der aktuelle Energiepreis-

schock (wie 1973 beim Ölpreisschock) geopolitisch verankert ist, haben die Tiefe und Komplexität der internationalen Lieferketten seitdem deutlich zugenommen, was das Problem heute noch gravierender macht. Hier wiederholt sich die Erfahrung aus der globalen Finanzkrise, als Europa feststellen musste, wie ein zunächst lokaler Schock im amerikanischen Häusermarkt schnell und sehr wirksam zu Spill-Over-Effekten führen kann. Zusätzlich sind diesmal allerdings strukturelle Faktoren mitverantwortlich, die weit über die pandemiebedingten Lieferengpässe hinausgehen könnten. Die Dekarbonisierung (grüne Inflation) und die demografische Alterung begründen ein veritables Stagflationsrisiko, wenn sie den Preisdruck verschärfen und das Wachstum schwächen. Während die Kosten der Energiewende, der Sanktionen gegen Russland oder der Disruptionen in den Lieferketten abstrakt bleiben, sind die Teuerungsfolgen ganz konkret für viele Haushalte in Europa spürbar.

Der EZB hat damit nur einen sehr eingeschränkten Spielraum in der neuen geopolitischen Lage mit höchster geökonomischer Unsicherheit. Einerseits sind die Probleme hausgemacht. Aufgrund der globalen Lieferkettenproblematik wurde die Preisdynamik lange als transitorisches Phänomen eingeschätzt. Das änderte sich postwendend mit dem Ausbruch des Krieges. Der Ukraine-Krieg könnte einen Umkehrpunkt der Globalisierung bedeuten. Auch die EZB erkennt an, dass wir uns in einer neuen »Inflationslandschaft« befinden, die zusätzlich zu den konjunkturellen Auswirkungen strukturelle Veränderungen impliziert. Die für den Sommer 2022 angekündigte Zinswende kommt aber zu spät und zu zögerlich. Die fortschreitende Abwertung des Euro erhöht die importierte Inflation und verschärft weiter den Druck zu handeln. Die EZB hat zu lange auf die Zinsunterschiede im heterogenen Euroraum geachtet und kauft nach wie vor Staatsanleihen in hohem Maße. Gleichzeitig muss die EZB die rezessiven Tendenzen im Euroraum, besonders im Falle eines kurzfristigen Gasembargos, im Auge behalten. Strafft die EZB ihre geldpolitischen Zügel zu stark, geraten nicht nur die Staatsfinanzen einiger EU-Staaten unter Druck. Die Refinanzierungskosten für Unternehmen steigen ebenso und belasten die bereits schwache Investitionstätigkeit. Hinzu kommt die Gefahr einer Preis-Lohn-Preis-Spirale in einigen EU-Mitgliedstaaten, die die Inflationserwartungen weiter nach oben treibt. Für die EZB steht viel auf dem Spiel: Ist sie in der Inflationsbekämpfung zu verhalten, könnte das Vertrauen in den Euro erodieren und es erschweren, die Inflation zukünftig wieder einzufangen.

Die aktuelle Krise in der Ukraine trifft die Mitgliedstaaten asymmetrisch. Die unmittelbaren Auswirkungen sind für die russischen EU-Nachbarstaaten mit hohen Energieabhängigkeiten und Handelsverflechtungen stärker zu spüren. Entsprechend höher liegen die Inflationsraten zum Beispiel im Baltikum. Spätestens dort steckt die Geldpolitik erneut in der

Falle der fiskalischen Dominanz. Die Finanzpolitik kann auf nationaler Ebene abfedern, was eine einheitliche Geldpolitik mit stark unterschiedlichen Euro-Mitgliedstaaten kaum vermag. Die geopolitischen Verwerfungen haben schmerzhaft vor Augen geführt, dass wirtschaftliche Stabilität in Europa mit Versorgungssicherheit eng verflochten ist. Gleichzeitig steht die EU vor Mammutaufgaben mit hohen investiven Ausgabenbedarfen zur Bewältigung des strukturellen Wandels. Der Angriffskrieg Russlands hat den transformativen Prozess hin zu einer klimaneutralen Wirtschaft beschleunigt. Allein die Abkopplung von fossiler russischer Energie erfordert laut Brüssel in den kommenden Jahren 300 Mrd. Euro.

DER STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKT SOLLTE REFORMIERT, ABER NICHT GESCHWÄCHT WERDEN

Die neue geopolitische Lage und die damit verbundenen finanzpolitischen Herausforderungen bringen auch den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) wieder verstärkt in die Diskussion, der als zentraler Bestandteil der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion die Staatsverschuldung in den Mitgliedstaaten begrenzen soll. Die Finanzkrise, die Corona-Pandemie und die wirtschaftlichen Folgen des Angriffs Russlands auf die Ukraine sind für die Staatsfinanzen eine deutliche Belastungsprobe. Neben der abgeschwächten wirtschaftlichen Entwicklung werden die Rüstungsausgaben deutlich steigen, die Energieversorgung soll zunehmend von Russland unabhängig werden, und auch die Unterbringung der Flüchtlinge gibt es nicht umsonst. Eine solide Finanzpolitik ist der beste Garant dafür, solche Krisen zu meistern. Gehen Regierungen in guten Zeiten umsichtig mit öffentlichen Mitteln um, so bleiben die Schulden auch nach Krisen tragfähig. Mit einem Aufweichen von Stabilitätskriterien würden die finanzpolitischen Möglichkeiten, in zukünftigen Krisen angemessen reagieren zu können, deutlich beschnitten. Die EU sollte den Forderungen nach einer Aufweichung der Stabilitätskriterien, die naturgemäß vor allem aus hochverschuldeten Staaten kommen, keineswegs nachgeben. Solide öffentliche Finanzen sind und bleiben für die EU-Mitgliedstaaten unerlässlich. Die negativen Erfahrungen aus der europäischen Staatsschuldenkrise ab 2010 dürfen nicht verdrängt werden.

Aus der Notwendigkeit solider öffentlicher Finanzen ist jedoch nicht abzuleiten, dass der SWP keiner Reform bedarf. Im Gegenteil. Zahlreiche Reformen haben den Pakt in den vergangenen Jahren modifiziert und dabei kompliziert, beliebig und für politische Einflussnahme anfällig gemacht. Der Reformbedarf ist mehr als offenkundig (Busch und Kauder 2021). Zu strikt erscheint der Pakt nur an einer Stelle. Die Mitgliedstaaten müssen in jedem Jahr ein Zwanzigstel desjenigen Teils der Staatsverschuldung abbauen, der über 60% des BIP hinausgeht. Diese »Zwanzigstelregel« hat sich als nicht durchsetzbar erwiesen. Für

die hochverschuldeten Mitgliedstaaten wären hierfür über lange Zeit Primärsalden in einer Höhe notwendig, die selbst finanzpolitische Musterschüler nie erreichten (Kauder 2021). Mitgliedstaaten mit besonders hohen Schuldenständen brauchen mehr Zeit, ihre Schuldenstände zurückzuführen. Eine Möglichkeit besteht darin, den entsprechenden Mitgliedstaaten individuelle Pfade zum Abbau der Schulden vorzugeben. Das Ziel, die Staatsverschuldung auf 60% des BIP zurückzuführen, muss bestehen bleiben. Das Kriterium sollte nicht auf einen höheren Schwellenwert angehoben werden, insbesondere vor dem Hintergrund, dass – trotz Corona-Pandemie – lediglich sieben Mitgliedstaaten mit ihren Schuldenständen weit über 60% liegen. Das Schuldenstandskriterium verliert jeglichen Sinn, wenn man sich an der normativen Kraft des Faktischen orientiert und das Kriterium stets nach den tatsächlichen Schuldenständen ausrichtet. Zudem zeigt sich, dass selbst Mitgliedstaaten mit hohen Schuldenständen wie Portugal oder Griechenland den Haushalt erfolgreich konsolidierten.

Um den SWP weiterzuentwickeln, schlagen wir eine Ausgabenregel vor (Busch und Kauder 2021; Matthes 2022; Reuter 2020). Hiermit dürften die Ausgaben von Mitgliedstaaten nur noch mit dem mittelfristigen Wachstum des Produktionspotenzials ansteigen. Zinszahlungen und zyklische Ausgaben zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit bleiben dabei unberücksichtigt. Setzt man ein Ausgabenwachstum unterhalb der Entwicklung des Produktionspotenzials an, reduziert dies die Schuldenstände. Bilden sich in der Bevölkerung politische Präferenzen für höhere Staatsquoten, so steht es den einzelnen Mitgliedstaaten selbstverständlich frei, höhere Staatsquoten über Steuererhöhungen zu finanzieren. Solche durch Steuererhöhungen gedeckten Ausgabensteigerungen sind von der Ausgabenregel unberührt. Der wesentliche Vorteil einer Ausgabenregel liegt darin, dass Staatsausgaben direkt beobachtbar sind und direkt von der öffentlichen Hand kontrolliert werden. Eine Ausgabenregel ist somit besonders transparent. Jedoch ist auch hier die Schwierigkeit zu beachten, dass man das mittelfristige Wachstum des Produktionspotenzials schätzen muss. Daher sollte hierzu unbedingt eine unabhängige Instanz beteiligt werden.

WIE SOLLTE DER EU-HAUSHALT IN ZUKUNFT FINANZIERT WERDEN?

Neben der Frage, welche Institutionen die Solidität der öffentlichen Finanzen der einzelnen Mitgliedstaaten sicherstellen, steht vor allem die Frage nach der Finanzierung der EU selbst im Fokus. Mit dem Corona-Wiederaufbaufonds NextGenerationEU verschuldet sich die EU mit einem Volumen von über 750 Mrd. Euro (Heinemann 2021). Zur Tilgung, die bis 2058 geplant ist, wird die Einführung neuer Eigenmittelkategorien diskutiert (Busch und Kauder 2022). Neben der bereits im vergangenen Jahr eingeführten Kunststoffabgabe

handelt es sich um ein CO₂-Grenzausgleichssystem, ein EU-Emissionshandelssystem, eine Digitalabgabe, eine gemeinsame Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage sowie eine Finanztransaktionssteuer. Zumindest bei einem CO₂-Grenzausgleichssystem und einem EU-Emissionshandelssystem liegt es nahe, die Mittel dem EU-Haushalt zuzugestehen. Die wesentliche Säule des EU-Haushalts sind jedoch die BNE-Eigenmittel, die über 70% des EU-Haushalts finanzieren. Da sich die BNE-Eigenmittel an der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der einzelnen Mitgliedstaaten orientieren, sind sie die am besten geeignete Einnahmequelle. Andere Eigenmittel belasten die einzelnen Mitgliedstaaten mitunter deutlich abweichend von ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit. Greift die EU künftig verstärkt auf alternative Eigenmittel zurück, dürften die Mitgliedstaaten kräftig darüber diskutieren, wie die Finanzierungslasten des EU-Haushalts verteilt werden.

Die Diskussion über die Finanzierung der EU wird deutlich an Fahrt aufnehmen, wenn neben dem NextGenerationEU-Programm weitere Schuldentöpfe entstehen sollten. Nachdem die EU aktiv wurde, um die Folgen der Corona-Pandemie abzufedern, würde es kaum überraschen, wenn sie für die Folgen des Ukrainekrieges einen ähnlichen Weg einschlägt. So kündigte die EU-Kommission an, den SWP bis Ende 2023 außer Kraft zu lassen. Die Maastricht-Kriterien sollen erst 2024 wieder gelten.

Der italienische Ministerpräsident Draghi hat bereits angeregt, neue EU-Schulden aufzunehmen (*Handelsblatt* 2022). Dabei nennt Draghi konsumtive Ausgaben zur Senkung von Strompreisen ebenso wie Investitionen in die Energieversorgung und die Ernährungssicherheit. Ein Fonds zum Wiederaufbau der Ukraine steht ebenfalls zur Diskussion. Ferner gibt es Vorschläge zu einer verstetigten Schuldenfinanzierung auf EU-Ebene. Wirtschaftskommissar Gentiloni spricht von gemeinsamer EU-Schuldenaufnahme als Zukunftsmodell (*Die Welt* 2022). Andererseits regt Hüther (2022) an, den Corona-Wiederaufbaufonds zu einer Investitionsunion zur Verbesserung von angebotsseitigen Problemen weiterzuentwickeln. Hier wären für eine Finanzierung über EU-Anleihen europäische öffentliche Güter in den Blick zu nehmen, wie etwa Infrastrukturnetze, Forschung und Entwicklung oder eine europäische Verteidigungsunion – wenngleich festzuhalten ist, dass die Bildung einer Verteidigungsunion bis jetzt wohl nicht an den Finanzen gescheitert ist. Man darf bezweifeln, dass die Schuldenaufnahme im Rahmen des NextGenerationEU-Programms tatsächlich eine einmalige Sache bleibt. Es geht beim Weg in die Fiskalunion vermutlich mehr um die Geschwindigkeit als um das »Ob«.

Von der Vorstellung, dass sich steigender Wohlstand, moderate Inflationsraten und niedrige Zinsen in Europa gleichzeitig einstellen, darf man sich verabschieden. Die EZB muss auf Inflationsbekämpfung umschalten. Damit die europäische Geldpolitik nicht

weiter in der Falle der fiskalischen Dominanz bleibt, sind solide Staatsfinanzen sowie eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik – die inflationsdämpfend und wachstumsfördernd wirkt – wichtige Voraussetzungen. Die Finanzpolitik muss strukturelle Prioritäten für die Ausgaben zur Verteidigung oder der Energiewende setzen. Gerade im Wettbewerb der Systeme hat Europa die besten Aussichten, wenn es die notwendigen Schritte in der Wirtschafts- und Finanzpolitik weitergeht, ohne seinen normativen Kern zu verlieren.

REFERENZEN

- Bardt, H., M. Beznoska, M. Demary, M. Grömling, M. Hüther, T. Obst, J. Pimpertz, T. Schaefer und H. Schäfer (2022), *Krise und Unsicherheit, IW-Konjunkturprognose Frühjahr 2022*, IW-Report Nr. 26, Köln.
- Bardt, H., M. Diermeier, M. Grömling, M. Hüther und T. Obst (2021), *Lieferengpässe und Preisentwicklungen bei Rohstoffen und Vorleistungen, Corona Echo Effekte oder ›here to stay?‹*, IW-Report Nr. 27, Köln, Berlin.
- Busch, B. und B. Kauder (2021), *Der Stabilitäts- und Wachstumspakt. Bestandsaufnahme und Vorschläge für mehr fiskalpolitische Disziplin in Europa*, IW-Analysen Nr. 142, Köln.
- Busch, B. und B. Kauder (2022), *Braucht die EU neue Eigenmittel?*, IW-Report Nr. 3, Köln.
- Consensus Forecast (2022), *Survey of International Economic Forecasts*, Mai-Ausgabe, London.
- Demary, M. und M. Hüther (2021), »How Large Is the Risk of Stagflation in the Eurozone?«, *Intereconomics* 57(1), 34–39.
- Diermeier, M., F. Güldner und T. Obst (2020), *Der chinesische Albtraum: Verschuldungsrisiken auf der Seidenstraße*, IW-Kurzbericht Nr. 88, Köln.
- Die Welt (2022), »Interview mit Paolo Gentiloni: Wiederaufbau der Ukraine wird Aufgabe einer Generation«, 18. Mai, verfügbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/plus238813969/Paolo-Gentiloni-Wiederaufbau-der-Ukraine-wird-Aufgabe-einer-Generation.html>, aufgerufen am 19. Mai 2022.

Handelsblatt (2022), »Ukraine-Krise: Italiens Premier Draghi für Aufnahme neuer EU-Schulden«, 3. Mai, verfügbar unter: <https://www.handelsblatt.com/dpa/wirtschaft-handel-und-finanzen-ukraine-krise-italiens-premier-draghi-fuer-aufnahme-neuer-eu-schulden/28298916.html>, aufgerufen am 5. Mai 2022.

Heinemann, F. (2021), »Next Generation EU: 750 Milliarden Euro suchen einen Sinn«, *ifo Schnelldienst* 74(2), 8–12.

Hüther, M. (2022), Auf zu neuen Ufern – eine Investitionsunion für Europa!, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 75(1).

Hüther, M., M. Diermeier und H. Goecke (2021), *Erschöpft durch die Pandemie: Was bleibt von der Globalisierung?*, Springer Verlag, Heidelberg.

Internationaler Währungsfonds (2021), »Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic«, Oktober 2021, verfügbar unter: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>, aufgerufen am 18. Mai 2022.

Kauder, B. (2021), »Wie entwickeln sich die Staatsschulden in den südlichen EU-Mitgliedstaaten?«, *IW-Trends* 48(4), 79–98.

Matthes, J. (2022), *Stabilität statt staatlicher Überforderung. Empfehlungen für eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes*, IW-Policy Paper Nr. 1, Köln.

Reuter, W. H. (2020), *Benefits and Drawbacks of an »Expenditure Rule«, as well as of a »Golden Rule«, in the EU fiscal Framework*, European Parliament, Economic Governance Support Unit, Directorate-General for Internal Policies, PE 645.732, verfügbar unter: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/de/document.html?reference=IPOL_STU\(2020\)645732](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/de/document.html?reference=IPOL_STU(2020)645732), aufgerufen am 4. Mai 2022.

Roubini, N. (2021), »The Looming Stagflationary Debt Crisis«, *Project Syndicate*, 30. Juni, verfügbar unter: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06>, aufgerufen am 12. Mai 2022.

Sinn, H.-W. (2021), *Weihnachtsvorlesung 2021: »Kommt jetzt die Inflation?«*, 13. Dezember, verfügbar unter: <https://www.hanswernersinn.de/de/weihnachtsvorlesung2021>, aufgerufen am 12. Mai 2022.

Dirk Meyer und Arne Hansen

Das Trilemma der EZB und wachsender Kreditbedarf der Staaten: EZB-Schuldverschreibungen, ESZB-Staatenentschuldung und EU-Gemeinschaftsschulden als Lösung?

Ausgehend von einem Trilemma der Europäischen Zentralbank (EZB) in Bezug auf die Inflationssteuerung und dem wachsenden Kreditbedarf der Staaten analysiert der Beitrag mögliche Handlungsoptionen der EZB und der Europäischen Union.

TRILEMMA DER EZB

Die EZB steht vor einem Trilemma: Die Geldentwertung in der Eurozone hat ein Ausmaß erreicht, das bis vor Kurzem kaum denkbar war.¹ Dies setzt die EZB unter Handlungsdruck, gemäß ihrem Primat der Sicherung der Geldwertstabilität (Art. 127 Abs. 1 AEUV)

zu agieren. Doch wie? Im Rahmen ihrer »außergewöhnlichen Geldpolitik« hat das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) für 4 426 Mrd. Euro (Stand: 30. April 2022) Anleihen im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP) und des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) aufgekauft – überwiegend Staatsanleihen, bei einer Bilanzsumme von 8 784 Mrd. Euro (Europäische Zentralbank 2022a; 2022b; 2022c). Offiziell mit einer Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus begründet, wird zugleich der Kreditzugang besonders hoch verschuldeter Mitgliedstaaten wie Griechenland (193%/BIP), Italien (151), Portugal (127), Spanien (118) und Frankreich (113) (Stand: 31. Dezember 2021) erleichtert (Statista 2022).² Eine Erhöhung des Leitzinses, gar eine Rückführung

¹ Entsprechende Warnungen aufgrund von wachsenden Geldhorizonten, die nach dem Ende der Corona-Pandemie zu »aktivem« Geld werden könnten, gab es spätestens 2020 (Sinn 2020; Meyer und Hansen 2020; 2021).

² Gemäß internen Quellen der EZB wird auch die Rückführung von ansteigenden Zinsen für mediterrane Staatspapiere hervorgehoben,



Prof. Dr. Dirk Meyer

ist Leiter des Instituts für Volkswirtschaftslehre der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.



Dr. Arne Hansen

ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Volkswirtschaftslehre der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

rung von Staatsanleihen dieser Länder auf dem freien Kapitalmarkt, ließe deren Kurse einbrechen und dürfte eine Neuverschuldung bzw. Prolongation der Kredite zukünftig erheblich erschweren. Mittelfristig würden steigende Zinskosten die Staatshaushalte zusätzlich belasten. Es besteht die Gefahr, dass die Spreads dieser Länder ein krisenhaftes Niveau erreichen, was den Kreditzugang blockieren könnte.³ Prinzipiell könnte die EZB reagieren und ihre An-/Verkäufe länderbezogen asymmetrisch vornehmen. Doch hier hat das Bundesverfassungsgericht (BVerfG), Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15, strenge Grenzen einer möglichen Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) anhand von sieben Prüfkriterien gezogen (Rn. 216). Als die beiden entscheidenden Krite-

rien »auf der Grundlage einer wertenden Gesamtbeurteilung« (Rn. 215) hebt das BVerfG die Ankaufobergrenze von 33% und die Verteilung der Ankäufe gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel hervor (Rn. 217). Damit würde eine preisbeeinflussende Marktmacht (Rn. 201 f.) und eine fiskalpolitisch-selektive Bevorzugung von Mitgliedstaaten verhindert (Rn. 203). Insofern könnte eine staatsselektive Behandlung der Staatsanleiheankäufe am deutschen Verfassungsgericht scheitern (vgl. ausführlich zu den sieben Kriterien Hansen und Meyer 2020a).

HANDLUNGSOPTIONEN DES ESZB

Das Trilemma »Geldwertstabilität – Offenhalten des Kreditzugangs der hochverschuldeten Eurostaaten – Verbot der monetären Staatsfinanzierung« könnte das ESZB durch eigene Schuldverschreibungen und/oder durch eine Staatenentschuldung bei Entwertung eigener Anleihebestände lösen.

EZB-Schuldverschreibungen

Um bei einer kontraktiven Geldpolitik die Staatsanleihen in den ESZB-Bilanzen zu belassen, könnte die EZB eigene Notenbank-Schuldverschreibungen (NB-SV) emittieren und diese auf dem Kapitalmarkt gegen Zentralbank(ZB)-Geld an Geschäftsbanken ab-

Fortsetzung Fußnote 2:
die ein zunehmendes Ausfallrisiko anzeigen würden (Randow und Neumann 2021).

³ Erfahrungen aus den Liquiditätskrisen Griechenlands (April 2010), Irlands (November 2010) und Portugals (April 2011) zeigen, dass ein Land ab einem Zinsaufschlag auf eine sichere zehnjährige (Bundes-)Anleihe von 450 Basispunkten den Marktzugang verliert (»skryoket«) (Meyer 2022a, S. 176 f.).

geben (Hansen und Meyer 2021a; 2021b). Mit diesem Passivtausch ersetzt die Notenbank ZB-Geld (Überschussliquidität) gegen eine weniger liquide Schuldverschreibung, die im Regelfall eine feste Laufzeit hat und mit einem Zinscoupon ausgestattet ist. Die Laufzeiten sind frei wählbar, von wenigen Tagen bis hin zu einem unendlichen Wertpapier ohne Tilgung. Eine geldpolitische Feinsteuerung würde mit Kurzläufern vorgenommen werden, wobei eine Übernacht-Schuldverschreibung den fließenden Übergang zur Einlagenfazilität deutlich werden lässt. Da die NB-SV als EZB-Bonds ein überaus sicheres Wertpapier darstellen – Notenbanken können nicht insolvent gehen (Hardy 2020, S. 13 und 16), ist ihr Zinscoupon relativ zu den Zinsen der Staatsschuldtitel geringer. Gegenüber einem Verkauf der Staatsanleihen kann deshalb per saldo eine erhöhte Seigniorage an die Eurostaaten ausgeschüttet werden, so dass deren Haushalte einen gewissen Finanzierungsvorteil erlangen.

NB-SV sind ein sehr wirkungsvolles geldpolitisches Instrument, da sie unbegrenzt verfügbar und handelbar sind, außerdem nicht notwendig an den Bankensektor knüpfen und eine breite Transformation gewährleisten. Infolge ihrer Ausfallsicherheit stellen sie mit einer gemeinschaftsweiten, risikolosen Zinsstrukturkurve eine Benchmark dar, die derzeit in der Währungsunion fehlt. Eine angestrebte Euro-Kapitalmarktunion würde befördert. Schließlich stellen NB-SV eine Art sichere Anleihe bereit, die insbesondere von Banken und Versicherungen stark nachgefragt werden dürfte. Der Finanzsektor erlangt einen erheblichen Sicherheitsgewinn, da diese Wertschriften den schwankenden Risikoprämien der Staaten weitgehend entzogen sind und so zur Marktstabilisierung beitragen können.

Allerdings sind Gefahren und Missbrauch dieses Instrumentes offensichtlich. Indem die EZB Staatsanleihen von Ländern mit erschwertem Liquiditätszugang dauerhaft aufkauft und »einfriert«, würden NB-SV zu Euro-Bonds. Die Notenbank mutiert zum Fiskalagenten hochverschuldeter Staaten, würde erhebliche Risiken in ihre Bilanz nehmen und gegen das Verbot der monetären Staatsverschuldung verstoßen. (Ähnlich argumentiert Boonstra (2019, S. 11.)) Das Ergebnis wäre eine Nationalisierung der Geldpolitik durch Staatsanleihekäufe, deren Risiken die EZB sozialisiert.

Bislang hat die EZB von dem Instrument eigener NB-SV keinen Gebrauch gemacht. Gemäß informellen Quellen hat es jedoch im April 2009 im EZB-Rat eine Diskussion um die (Wieder-)Einführung dieses Instrumentes gegeben (Hardy 2020, S. 22). Aktuell verweist die Leitlinie (EU) 2015/510 der EZB über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) an verschiedenen Stellen auf die Emission von EZB-Schuldverschreibungen.⁴

⁴ In der konsolidierten Bilanz des Eurosystems gibt es eine eigene Position P4 hierfür: »Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen«, die derzeit mit null ausgewiesen wird (näheres bei Hansen und Meyer 2021a, S. 735 f.). Zu den Erfahrungen anderer Zentralbanken mit NB-SV vgl. Hansen und Meyer (2021b, S. 773 ff.).

Schuldenerlass des ESZB über eine EU-Schuldenagentur

Angesichts der bereits hohen Schuldenstandsquoten, der – auch – krisenbedingten Finanzbedarfe sowie anziehender Kapitalmarktzinsen besteht die Gefahr, dass einige Hochschuldenstaaten den Kreditzugang verlieren. Sollte dies Italiens treffen, so dürfte die Situation kaum mehr steuerbar sein und ein chaotisches Auseinanderbrechen der Eurozone wäre ein denkbare Szenario. Realistischerweise dürfte eine Staatenentschuldung deshalb mittelfristig unumgänglich sein (Hansen und Meyer 2021c; 2021d). Dabei ist zwischen einem Schuldenschnitt und einem Schuldenerlass zu unterscheiden. Ein Schuldenschnitt entwertet alle Anleihen in prozentual gleicher Höhe. Demgegenüber ist ein freiwilliger Schuldenerlass auf bestimmte Gläubiger beschränkt, also bspw. auf die Euro-Notenbanken. Dies würde als wesentlicher Vorteil eine Unruhe an den Kapitalmärkten vermeiden helfen.

Ein ESZB-Schuldenerlass muss zuvorderst mit dem EU-Recht vereinbar sein. Der hier beschriebene Ansatz gründet deshalb auf einer mit einer Banklizenz ausgestatteten EU-Schuldenagentur, die die Transformation des Schuldenerlasses durchführt (Hansen und Meyer 2021c, S. 284 ff.; 2021d, S. 225 ff.; Meyer und Hansen 2022). Sie übernimmt zwei Funktionen: Zum einen entkoppelt sie den Schuldenerlass der Zentralbanken von den Staatshaushalten. Eine rechtlich angreifbare monetäre Staatsfinanzierung könnte so umgangen werden. Zum anderen macht ihre Pufferfunktion die Vermeidung eines negativen Eigenkapitals der Zentralbanken bei gleichzeitiger Reduktion des Schuldenstands der Staaten möglich. Zwar ist gemäß Art. 123 Abs. 1 AEUV der unmittelbare Erwerb von Staatsschuldtiteln durch die EZB und die nationalen Notenbanken (NZBen) verboten. Allerdings gelten diese Bestimmungen als Ausnahmeregelung »nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum« (Art. 123 AEUV Abs. 2).

Gemäß diesem Ansatz emittiert die EU-Schuldenagentur sog. Abschreibungsbonds, die sie der Notenbank im Tausch für die an sie transferierten Staatsanleihen überträgt. Generell dienen Abschreibungsbonds als Ausgleichsforderungen und bilanzielle Gegenpositionen in Bankbilanzen – in diesem Fall den Notenbanken des Eurosystems, wenn durch politisch bedingte Eingriffe – hier die Staatenentschuldung – eine Eigenkapitallücke entsteht.⁵ Konkret geht es um handelbare Schuldverschreibungen mit einer variablen jährlichen Abschreibung in Höhe des Notenbank-Jahresüberschusses, der alternativ angefallen und zu bilanzieren gewesen wäre. Durch ausbleibende Gewinnabführungen der Notenbank an den Staatshaushalt

trägt weiterhin der Steuerzahler die fiskalische Last der Entschuldung. Der bilanzielle Trick gegenüber der üblichen Überweisung des Jahresüberschusses an den Staatshaushalt besteht in der zeitlich vorgezogenen Schuldenentlastung des Staates über einen Erlassvertrag mit der Schuldenagentur.

Wie Hansen und Meyer (2021c, S. 291 ff.; 2021d, S. 228 ff.) zeigen, ist nach diesem Ansatz unter realistischen Größenordnungen jedoch kein Schuldenerlass möglich, der (a) eine (merkliche) Absenkung der Schuldenstandsquoten insbesondere der hochverschuldeten Staaten von hohem Gewicht (Italien, Frankreich, Spanien) vornimmt und (b) weitgehend eine Ungleichbehandlung der Staaten durch Transferelemente vermeidet. Ein Schuldenerlass in Höhe des Wiederaufbaufonds (davon Euroländer 647 Mrd. Euro) und anteilig gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel weitgehend verteilungsneutral durchgeführt, hätte nur geringe Auswirkungen auf die Verschuldungsgrade der hochverschuldeten Staaten, die lediglich um 4 bis 6 Prozentpunkte verringert würden. Nur bei Anlehnung an den Fiskalpakt – ein Erlass von 60% des Vorkrisen-BIP 2019 – würden die Verschuldungsquoten merklich sinken. Lediglich Griechenland (145%/BIP), Italien (98) und Portugal (67) würden oberhalb der erlaubten 60%-Grenze verbleiben. Jedoch würde mehreren Ländern in diesem Szenario infolge der Gleichbehandlung ein erheblicher zusätzlicher Verschuldungsspielraum entstehen, u.a. Estland (38%/BIP) und Luxemburg (29). Zudem wäre das Volumen dieses Schuldenerlasses mit 7 170 Mrd. Euro bei einem staatlichen Gesamtschuldenstand von 11 720 Mrd. Euro (31. Dezember 2021) der Eurozone extrem hoch. Es besteht mithin ein Trilemma aus signifikanter Entlastung, angestrebter Gleichbehandlung und der Vermeidung von Fehlanreizen. Zwei weitere generelle Einwände sprechen gegen eine Entschuldung: Die Sterilisierung wird durch Bewertungsabschläge auf die Abschreibungsbonds erschwert und es steht die Einmaligkeit infrage.

EU-GEMEINSCHAFTSSCHULDEN

Zur Abwendung eines erschwerten Kreditzugangs einzelner Eurostaaten wird aktuell im Fall außergewöhnlicher Bedarfe das Kreditinstrument der EU-Gemeinschaftsschulden angewendet.⁶ Lässt man die Euro-Rettungsschirme außer Betracht, so werden die derzeitigen Programme der Kurzarbeiterhilfe SURE (100 Mrd. Euro) und der Wiederaufbauplan NextGenerationEU (NGEU) (750 Mrd. Euro in Preisen 2018) mit Art. 122 AEUV (»Katastrophenschutzrecht«) begründet. Bei SURE sind die Mitgliedstaaten Garantiegeber und haften anteilig gemäß ihrem Bruttoinlandsprodukt – bei Ausfall eines Mitgliedes de facto auch für dessen Anteil quasi gesamtschuldnerisch. Der im Rahmen des Mehrjährigen Finanzrahmens 2021 bis 2027 ein-

⁵ Historisch kam das Instrument der Ausgleichsforderungen 1948 und 1990 anlässlich der damaligen Währungsreformen zum Einsatz. Den betroffenen Geschäftsbanken wurden zum Ausgleich der Verluste aufgrund einer asymmetrischen Umstellung von Forderungen und Verbindlichkeiten langfristige Ausgleichsforderungen gegenüber dem Bund übertragen (Deutsche Bundesbank 1995; 1996).

⁶ Zur Historie von EU-Gemeinschaftsschulden vgl. Meyer (2021, S. 17 f.).

gebettete Sonderhaushalt NGEU machte ein geändertes Eigenmittelsystem erforderlich (Meyer 2021, S. 18 ff.). Hiernach werden die Kredite formal über den EU-Haushalt besichert. De facto besteht eine Nachschusspflicht, in der die Mitgliedstaaten anteilig für Ausfälle anderer Mitgliedstaaten aufkommen würden. So garantiert Deutschland bei einem Anteil von 24% jährlich mit rechnerisch bis zu ca. 32,65 Mrd. Euro, und zwar über die gesamte Laufzeit der Kreditrückzahlung bis 2058. Auf eine Konditionierung der Hilfen wie auch auf eingehende Kontrollen, wie sie der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) auf der Basis von Art. 136 Abs. 3 AEUV für die Mitgliedstaaten der Eurozone vorsieht, wird in beiden Fällen weitgehend verzichtet. Aktuell soll eine kurzfristige EU-Makrofinanzhilfe für die Ukraine in Form von Darlehen von bis zu 9 Mrd. Euro auf der Basis von zusätzlichen Garantien der Mitgliedstaaten finanziert werden. Dies wären »Peanuts« im Vergleich zum geplanten langfristigen Wiederaufbauplan »RebuildUkraine« von 100 bis 300 Mrd. Euro, der ebenfalls über gemeinschaftliche Eurobonds mit Haftungsanteil Deutschlands von etwa 21% finanziert werden könnte (Europäische Kommission 2022).

Das kürzlich verabschiedete Schlussdokument der »Konferenz zur Zukunft Europas« (Europäische Union 2022) enthält eine Reihe von Vorschlägen, die unionistisch geprägt sind und bspw. eine Aufhebung des Vetorechts in der Steuer-, Haushalts- und Außenpolitik zugunsten einer qualifizierten (doppelten) Mehrheit fordern (Art. 16 Abs. 4 EUV). Nach dem Brexit kommen die Nordländer der EU (Deutschland, Niederlande, Österreich, die baltischen Länder, Dänemark, Schweden), die traditionell eher an Freihandel interessiert sind und eine Transferunion ablehnen, mit nur 30% der EU-Bevölkerung nicht mehr auf eine Sperrminorität. Zugleich würde die der mediterranen Länder mit zusammen 43% gestärkt. Ebenfalls wird in dem Dokument eine »gemeinsame[n] Kreditaufnahme auf EU-Ebene mit dem Ziel, günstigere Bedingungen für die Kreditaufnahme zu schaffen«, hervorgehoben (Europäische Union 2022, S. 65). Damit könnte die bisherige Ausnahme zur Regel werden.

FAZIT: INSTABILITÄTEN GEFÄHRDEN DEN FORTBESTAND DER WÄHRUNGSUNION

Die Kongruenz von Emissions- und Geldannahmegergemeinschaft gilt als Stabilitätsbedingung einer Währungsunion. Teils überaus hohe asymmetrische TARGET2-Salden (D +1 170 Mrd. Euro; IT –597 Mrd. Euro; ES –536 Mrd. Euro; Stand: 31. März 2022; Eurostat 2022), nationales Zusatzgeld über das ANFA-Abkommen und Staatsanleiheankäufe, die hochverschuldete Staaten anteilig übergewichten, sind demgegenüber Ausdruck einer national-autonomen Geldschöpfung der NZBen mit fiskalischer Ausrichtung (Hansen und Meyer 2019; 2020b). Die geldpolitische Handlungsfähigkeit der EZB steht infrage.

»Außergewöhnliche Instrumente« wie EZB-Schuldverschreibungen oder ein ESZB-Schuldenerlass beinhalten Gefahren eines Missbrauchs. Fiskalisch ist die Transformation hin zu einer Fiskalunion ohne Souveränitätsverzicht der Staaten mit EU-Gemeinschaftsschulden im Gange. Damit verbunden entstehen Fehlanreize, die den Zusammenhalt der EU und die Akzeptanz der Bürger mittelfristig infrage stellen könnten. Soll die Euro-Währungsunion nicht enden, wie viele ihrer strukturell fehlkonzipierten historischen Vorgänger, ist eine Neuordnung im Rahmen eines Verfassungskonvents unumgänglich. Eine glaubwürdige Re-Institutionalisierung des Bail-out-Verbots und des Verbots der monetären Staatsfinanzierung, eine Besicherung der TARGET2-Kredite, Regeln eines geordneten Euro-Austritts und Parallelwährungen wären Stichworte (Meyer 2022b, S. 191 ff. und 317ff.) »Mehr (repräsentative) Demokratie wagen« (Europäische Union 2022, S. 21 f. und 39 ff.) hieße zudem für Deutschland 139 statt 96 EU-Parlamentssitze und fünf statt einem von 19 Sitzen im EZB-Rat. Illusorisch? Ja, doch was wäre eine zukunftsweisende Alternative?

REFERENZEN

- Boonstra, W. (2019), »Should the ECB Consider Issuing its own Securities?«, Rabobank/RaboResearch, 13. Februar, Utrecht, verfügbar unter: <https://economics.rabobank.com/publications/2019/february/should-ecb-consider-issuing-own-securities/>, aufgerufen am 9. Juni 2022.
- Bundesverfassungsgericht, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 –, Rn. 1-237 (PSPP-Staatsanleihekäufe-Urteil), verfügbar unter: http://www.bverfg.de/e/rs20200505_2bvr085915.html, aufgerufen am 5. Mai 2020.
- Deutsche Bundesbank (1995), »Ausgleichsforderungen aus der Währungsreform von 1948 und Fonds zum Ankauf von Ausgleichsforderungen«, *Monatsbericht* November, 55–69.
- Deutsche Bundesbank (1996), »Funktion und Bedeutung der Ausgleichsforderungen für die ostdeutschen Banken und Unternehmen«, *Monatsbericht* März, 35–53.
- Europäische Kommission (2022), »Schließung der Finanzierungslücke und längerfristiger Wiederaufbau in der Ukraine: Kommission stellt Pläne für Soforthilfe der EU vor«, Pressemitteilung, 18. Mai, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_22_3121, aufgerufen am 19. Mai 2022.
- Europäische Union (2022), »Konferenz zur Zukunft Europas – Bericht über das endgültige Ergebnis«, verfügbar unter: <https://futureu.europa.eu/?locale=de>, aufgerufen am 17. Mai 2022.
- Europäische Zentralbank (2014), *Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (Neufassung)*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2022a), »Consolidated Financial Statement of the Eurosystem«, 29. April, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2022/html/ecb.fst220503.en.html>, aufgerufen am 20. Mai 2022.
- Europäische Zentralbank (2022b), »Asset Purchase Programm«, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>, aufgerufen am 20. Mai 2022.
- Europäische Zentralbank (2022c), »Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)«, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>, aufgerufen am 20. Mai 2022.
- Eurostat (2022), »TARGET Balances«, verfügbar unter: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859>, aufgerufen am 27. Mai 2022.
- Hansen, A. und D. Meyer (2019), »ANFA und das Zahlungsverkehrssystem TARGET2: Zwei Konzepte zur national-autonomen Geldschöpfung im Eurosystem«, *ifo Schnelldienst* 72(13), 12–22.

Hansen, A. und D. Meyer (2020a), »Das PSPP-Staatsanleiheprogramm – Empirische Daten und Regelwerk stellen das Urteil des BVerfG teilweise infrage«, *ifo Schnelldienst* 73(10), 37–46.

Hansen, A. und D. Meyer (2020b), »ANFA and the Asset Purchase Programmes of the Eurosystem: Non-monetary Policy Operations that Restrict the ECB's Monetary Policy?«, *Journal of International Banking Law & Regulation* 35(6), 231–242.

Hansen, A. und D. Meyer (2021a), »EZB-Schuldverschreibungen – Neue Verwendung für ein altes Instrument?«, *Wirtschaftsdienst* 101(9), 732–739.

Hansen, A. und D. Meyer (2021b), »Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?«, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 74(15), 772–777.

Hansen, A. und D. Meyer (2021c), »Ein Schuldenerlass als Ende mit Schrecken? – Das ESZB als Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten«, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 69(3), 277–307.

Hansen, A. und D. Meyer (2021d), »Debt Relief as a Last Resort for the Lender of Last Resort? Monetary Financing – Doing It Right«, *Intereconomics* 56(4), 223–233.

Hardy, D. C. (2020), »ECB Debt Certificates: The European Counterpart to US T-Bills«, Department of Economics Discussion Paper Series No. 913, University of Oxford.

Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union aufgrund des am 1. Dezember 2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (EUV und AEUV).

Meyer, D. (2021), »Next Generation EU – Neues Eigenmittelsystem weist in eine Fiskalunion«, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW)* 32(1), 16–22.

Meyer, D. (2022a), *Europäische Union und Währungsunion in der Dauerkrise I – Eine Bestandsaufnahme*, 2., erweiterte Auflage, Springer Fachmedien Wiesbaden, Wiesbaden.

Meyer, D. (2022b), *Europäische Union und Währungsunion in der Dauerkrise II – Szenarien für die Zukunft des Euro*, 2., erweiterte Auflage, Springer Fachmedien Wiesbaden, Wiesbaden.

Meyer, D. und A. Hansen (2020), »Inflation in weiter Ferne?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 22. Dezember, 16.

Meyer, D. und A. Hansen (2021), »Die Geldmenge steigt und steigt und steigt – ab wann droht Inflation?«, *Handelsblatt-Online*, 19. März, verfügbar unter: <https://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastkommentar-die-geldmenge-steigt-und-steigt-und-steigt-ab-wann-droht-inflation/27001740.html?ticket=ST-4061423-Hdlz4Lxo6FZAwiaAJxJf-ap3>, aufgerufen am 9. Juni 2022.

Meyer, D. und A. Hansen (2022), »Wenn die EZB Schulden erlässt«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14. Februar, 15.

Randow, J. und J. Neumann (2021), »ECB Is Capping Bond Yields But Don't Call It Yield Curve Control«, *Bloomberg*, 21. Januar, verfügbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-20/ecb-is-capping-bond-yields-but-don-t-call-it-yield-curve-control?ref=R17xFHjo>, aufgerufen am 8. Februar 2021.

Sinn, H.-W. (2020), »Warum die Inflationsgefahr noch lange nicht gebannt ist«, *WirtschaftsWoche*, 2. Oktober, 39.

Statista (2022), »Europäische Union: Staatsverschuldung in den Mitgliedstaaten im 4. Quartal 2021 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)«, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/163692/umfrage/staatsverschuldung-in-der-eu-in-prozent-des-bruttoinlandsprodukts/>, aufgerufen am 20. Mai 2022.

Philipp Ehmer

Inflationsschocks im Euroraum: Warum die EZB mit ihrer Geldpolitik richtig liegt und nun trotzdem etwas ändern muss

Der Euro hat ein schwieriges Jahrzehnt hinter sich. Während die 2000er Jahre größtenteils von starkem Wachstum geprägt waren und als »Honey-moon«-Phase bezeichnet werden, brachte die globale Finanzkrise und ihre Folgen Ernüchterung nach Europa. Aus der Finanzkrise folgte die Eurokrise und der erste Härte-test für die erst etwa zehn Jahre alte Währungsgemeinschaft. Heute sind wir noch einmal zehn Jahre weiter. Die Eurozone hat sich verändert – in ihrer Zusammensetzung, vor allem aber in ihren Institutionen und Regeln. Das Mandat der EZB ist zwar gleichgeblieben, ihre Politik und ihre Bedeutung für den Währungsraum aber hat ungeahnte Veränderungen erfahren. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ist inzwischen ein fester Bestandteil im Werkzeugkasten der europäischen Krisenbekämpfung. Es gibt veränderte Fiskalregeln und auf EU-Ebene seit jüngstem zumindest zeitweise eine europäische Arbeitslosenrückversicherung und ein Investitionsprogramm mit gemeinsamer Schuldenaufnahme. Vieles davon war vor gut zehn Jahren noch undenkbar und ist Konsequenz der zwischenzeitlichen Krisen, allen voran der Eurokrise, aber auch des Brexit oder der volatileren transatlantischen Beziehungen und des Handelskrieges. Auch diese Entwick-

lungen außerhalb der Eurozone haben die politische Veränderungsbereitschaft innerhalb gestärkt.

Die 2020er Jahre dürften ebenfalls nicht geräuschlos an der Währungsunion vorüberziehen. Denn es stehen große Umbrüche an, nicht nur bei Energieversorgung und Klimaschutz, noch ist auch fraglich, wohin aktuelle Deglobalisierungstendenzen führen und ob die Welt wieder stärker in geopolitische Blockbildung zurückfällt. Angesichts dieser Unsicherheiten wäre ein Blick weitere zehn Jahre nach vorne äußerst gewagt. Aber schon der Beginn der 2020er Jahre stellt den Euro vor Herausforderungen. Das Jahrzehnt begann mit der Pandemie, dann kam der Krieg nach Europa. Dies brachte auch die Rückkehr einer längst Totgesagten: der Inflation. Sie befindet sich mittlerweile auf jahrzehntelangen Höchstständen, nicht nur im Euroraum. Sie hat ein Niveau erreicht, das sowohl mit merklichen Realeinkommensverlusten und einer konjunkturellen Belastung einhergeht als auch



Dr. Philipp Ehmer

ist Volkswirt und als Senior Analyst bei der KfW IPEX-Bank tätig. Die Bank verantwortet als 100%ige Tochtergesellschaft die internationale Projekt- und Exportfinanzierung innerhalb der KfW Bankengruppe.

sozialpolitische Spannungen mit sich bringt. Die EZB muss nun beweisen, dass sie nicht nur, wie in den letzten Jahren, Deflationsgefahren, sondern auch Inflation wirksam bekämpfen kann.

INFLATION SO HOCH WIE SEIT 50 JAHREN NICHT – URSACHENFORSCHUNG

Im Mai lag die Inflation bei 8,1% so hoch wie nie seit Bestehen der Eurozone. In Deutschland muss man für eine vergleichbare Teuerung bis ins Jahr 1973 zurückschauen. Die hohe Inflation geht vor allem auf spezifische Schocks zurück, die Inflationsschübe mit sich brachten. Der erste Schock kam durch die Pandemie. Während die Inflation in Folge des weltwirtschaftlichen Nachfragerückgangs und Rohstoffpreiseinbruchs erst in den negativen Bereich abrutschte, erholte sie sich kurz darauf zügig. Als Preistreiber wirkten vor allem Unterbrechungen in den globalen Lieferketten und im Welthandel. Diese Angebotsengpässe stellt der Global Supply Chain Pressure Index der New Yorker Federal Reserve dar. Er kombiniert weltweite Daten zu Transportkosten mit Daten zu Auftragsbüchern, Lieferzeiten etc. aus Unternehmensbefragungen. Kalibriert auf einen Mittelwert von null, zeigt der Index massive Ausschläge, sowohl im Zuge der ersten Pandemiewelle 2020 als auch im Verlauf des Jahres 2021 (vgl. Abb. 1).

Der Angebotsschock und seine preistreibende Wirkung waren noch nicht ganz verdaut, als mit dem Angriffskrieg Russlands der nächste Schock auftrat. Mit neuerlichen Lieferkettenproblemen kehrte ein unliebsamer Bekannter aus der Pandemie zurück, der noch monatelang auf die Inflation wirken dürfte. Schon vor dem 24. Februar, seit Ende 2021, kletterten zudem die Ölpreise, weil mit dem monatelangen Truppenaufmarsch Russlands entsprechende Risiken eingepreist wurden. Neben den Energierohstoffen steigen auch die Preise für Industrie- und Agrarrohstoffe, wie Nickel oder Weizen, dynamisch. Der dritte Schock resultiert aus der Null-Covid-Strategie in China, die ebenfalls über die globalen Wertschöpfungsketten auf die Inflation wirkt. Shanghai als ebenso leuchten-

des wie trauriges Beispiel für diese Strategie befand sich zwei Monate lang in einem strikten Lockdown. Eine Abkehr von der rigorosen Eindämmungspolitik in China ist bisher nicht erkennbar.

MACHT DIE EZB WIRKLICH MAL WIEDER ALLES FALSCH?

Schon vor diesen Schocks rief die EZB mit ihrer Politik immer wieder Kritik und Empörung hervor. In Deutschland und ein paar weiteren Ländern, die tendenziell im Norden der Währungsunion zu verorten sind, steht bei einigen Kommentatoren die »Enteignung der Sparer« im Mittelpunkt. Die Zinsen sollen steigen, am besten sofort. Angesichts der aktuellen Inflationsdaten reagiere die EZB mit ihrer geldpolitischen Wende viel zu spät und tue sich schwer, ihren Fehler einzugestehen. Bei dieser Kritik wird verkannt, dass Inflation verschiedene Ursachen und je nach Ursache und makroökonomischem Umfeld unterschiedlich lange Bestand haben kann. Entsprechend muss auch die Geldpolitik nicht jeder Inflation in derselben Art und Weise begegnen.

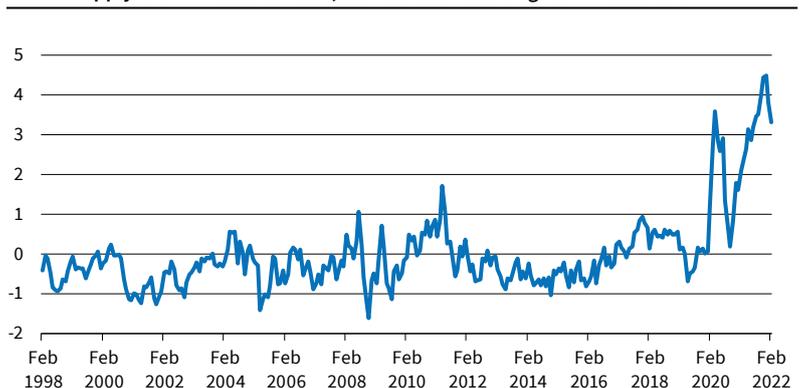
So muss die EZB etwa nicht auf exogene Schocks reagieren. Solange man davon ausgehen kann, dass die inflationstreibenden Faktoren nur temporär wirken, ist es richtig, am graduellen Ausstieg aus der jahrelang expansiven Geldpolitik festzuhalten. Zumal die EZB nur die Nachfrageseite einer Volkswirtschaft steuern kann, nicht aber Angebotsengpässe beseitigen. Zwei Faktoren darf die Zentralbank in solch einer Situation nicht aus den Augen lassen: zum einen die Inflationserwartungen. Steigen die Inflationserwartungen spürbar und nachhaltig, passen Konsumenten und Unternehmen ihr Handeln an, fragen z.B. mehr Güter und Dienstleistungen nach oder tätigen Investitionen, die bei sinkendem Realzins attraktiver werden. Dadurch erhöhen sie die Inflation über den Nachfragekanal weiter. Steigende Inflationserwartungen können so zu einer selbst-erfüllenden Prophezeiung werden. Je länger und weiter sie sich außerdem erhöht haben, desto schwieriger fällt es einer Zentralbank und desto drastischere Mittel muss sie einsetzen, um die Erwartungen wieder einzufangen.

Zum anderen muss die EZB die Lohnentwicklung beachten. Auch nur vorübergehend wirkende Schocks haben das Potenzial, je länger sie nachwirken, Anpassungen z.B. in der Lohnpolitik hervorzurufen und so eine Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen. Kompensieren die Tarifpartner Arbeitnehmer für höhere Preise mit dauerhaften Lohnsteigerungen anstelle von Einmalzahlungen, droht eine Verfestigung von Inflationstendenzen.

Derzeit gibt es im Euroraum nicht genug Anzeichen für eine wirklich nachhaltige Inflation. Die hauptsächlichen Preistreiber sind weiterhin Energierohstoffe und Angebotsengpässe. Nach einem Schock gestiegene Rohstoffpreise verschwinden wegen des

Abb. 1

Global Supply Chain Pressure Index, Standardabweichung vom Mittelwert



Quelle: Federal Reserve New York.

© ifo Institut

Basiseffekte nach zwölf Monaten von selbst aus den Inflationsdaten. Angebotsengpässe wirken zwar in der Regel mit Verzögerung auf die Preise, und die sich überlagernden Lieferkettenprobleme können noch eine ganze Weile die Inflationsraten oben halten. Aber auch die Wirkung dieses Effektes ist endlich.

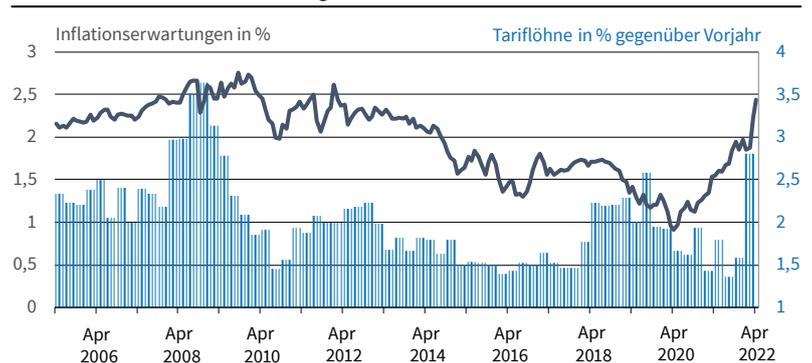
Beim Lohnwachstum gibt es zwar erste Tendenzen für höhere Tarifabschlüsse. So geht etwa in Deutschland die IG Metall mit Lohnforderungen von über 8% in die Verhandlungen. In anderen Ländern sind Löhne teilweise an die Inflation indexiert. Das dürfte die zuletzt rückläufige Lohndynamik erhöhen, ein kräftiges Lohnwachstum auf breiter Front ist aber noch nicht erkennbar. Die spürbare Erhöhung im ersten Quartal 2022 ist primär dem Sondereffekt von Einmalzahlungen in Deutschland geschuldet und noch keine Trendumkehr. Die mittelfristigen Inflationserwartungen legen zwar zu, und das durchaus merklich. Sie liegen aber erst seit Kurzem überhaupt wieder über dem Inflationsziel von 2% und nicht höher als im Aufschwung während der Honeymoon-Phase der Eurozone – kaum eine Situation, die man heute zutreffend mit einer gefährlichen »Entankerung der Inflationserwartungen« beschreiben kann.

Jenseits des Atlantiks liegen die Dinge dagegen anders. Dort ist der Arbeitsmarkt flexibler. »Hire and fire« führt dazu, dass Arbeitsmarktdaten enger mit dem Konjunkturzyklus korreliert sind. Wegen des noch einmal viel stärkeren fiskalischen Stimulus als im Euroraum, aber auch wegen einer geringeren Betroffenheit von den Entwicklungen in Russland und China, ist die Konjunkturlage in den USA besser. Dies bewegt wiederum US-Amerikaner dazu, sich neue Stellen mit besseren Verdienstmöglichkeiten zu suchen. Lohnwachstum kommt schneller in Gang, und es ergibt sich ein viel dringender Handlungsbedarf für die Notenbank. Daher ist es nur natürlich, dass die Fed im Normalisierungszyklus der Geldpolitik einige Schritte vor der EZB steht.

VIELZAHL VON SCHOCKS ZWINGT DIE EZB ZUM HANDELN

Die EZB hatte also Recht damit, nach dem Pandemischock auch angesichts der unsicheren Konjunkturaussichten und der volatilen Finanzmärkte an ihrer akkommodierenden Geldpolitik festzuhalten. Genauso richtig ist es nun aber, im Hinblick der weiteren Inflationsschocks aus Russland und China die Kurswende einzuleiten und zu beschleunigen. Denn der ursprünglich zu Beginn des Jahres erwartete Inflationspeak dürfte nun eher am Jahresende liegen und die Teuerung danach angesichts erwarteter Lohnsteigerungen nur flach abfallen. Das bisher zurückhaltende Lohnwachstum hängt auch damit zusammen, dass Löhne der Konjunktur- und Inflationsentwicklung nachlaufen. Die Notenbank kann aber nicht auf die ersten Umdrehungen der

Abb. 2
Tariflöhne und Inflationserwartungen^a



^a Anmerkung: Marktbasierte Inflationserwartungen fünf Jahre in der Zukunft (5y5y Forwards).
Quelle: Europäische Zentralbank.

© ifo Institut

Lohn-Preis-Spirale warten, sondern muss vorausschauend agieren. Die Inflationserwartungen wiederum sind zwar fest verankert, haben aber seit Kriegsausbruch um knapp 0,6 Prozentpunkte zugenommen. Und zu guter Letzt hat der Euro gegenüber dem US-Dollar über 4% abgewertet. Was Exporteure freut, erschwert die Rückkehr zum Inflationsziel, da Importe teurer werden und der Euroraum so Inflation importiert.

Solange es geht, wird die EZB bei der Normalisierung der Geldpolitik vorsichtig vorgehen, um die Konjunktur nicht abzuwürgen. Noch gibt es die dafür notwendigen Spielräume. Die EZB ist aber gut beraten, nicht sklavisch am konjunkturschonenden Weg festzuhalten und notfalls keinen Zweifel daran zu lassen, dass (fast) allein Preisniveaustabilität ihr Handeln bestimmt. Sollten sich etwa Lieferkettenstörungen intensivieren, Energierohstoffe weiter verteuern oder die Löhne plötzlich kräftig anziehen, muss die Notenbank bereit sein, einen Zinserhöhungszyklus einzuläuten und durchzuhalten, auch wenn dies konjunkturell schmerzhaft zu werden droht. Dies ist auch deshalb ratsam, weil die Geldpolitik mittelfristig neue Spielräume braucht, um als konjunkturstabilisierendes Element wirken zu können. Dafür sollten wir uns zumindest etwas von der Nullzinslinie entfernen.

KEINE ANGST VOR DEN STAATSFINANZEN IN SÜDEUROPA

Befürchtungen, die EZB sei Gefangene ihrer eigenen Geldpolitik und könne die Zinsen nicht erhöhen, da sie sonst einige südeuropäische Länder in den Ruin stürzen würde, sind hier fehl am Platz. Denn erstens haben Regierungen im Euroraum die lange Phase niedriger Zinsen oftmals genutzt, um die durchschnittliche Laufzeit ihrer Anleihen zu erhöhen. Für Italien beträgt die mittlere Laufzeit beispielhaft etwa acht Jahre. Das bedeutet, dass sich nun durch die geldpolitische Kurswende angestiegene Renditen nur sehr langsam in den Staatsfinanzen niederschlagen. Zumal selbst bei einem Zins für zehnjährige Staatsanleihen von inzwi-

schen wieder über 3% die Durchschnittsverzinsung der Schulden Italiens vorerst noch sinkt. Schuldtitle gleicher Laufzeit, die in den kommenden Monaten auslaufen und durch neue ersetzt werden müssen, wurden vor zehn Jahren oftmals zu 5% emittiert. Ja, die Bedingungen am Kapitalmarkt verschlechtern sich, insbesondere für ein Land wie Italien mit Risiken in den öffentlichen Finanzen. Aber es müsste noch deutlich schlimmer werden, bis dies das Land vor ernste Probleme stellt.

Zweitens resultieren die verschärften Kapitalmarktbedingungen aus einer antizipierten geldpolitischen Kurswende, die wiederum der hohen Inflation folgt. Inflation aber hilft Schuldner, weil sie den realen Wert von Schulden mindert. Die Schuldentragfähigkeit von Staaten wird primär anhand ihrer Schulden als Anteil an ihrer Wirtschaftskraft beurteilt. In Zeiten hoher Inflation wächst die Wirtschaftsleistung einer Volkswirtschaft dynamisch: Nach der jüngsten Prognose der EU-Kommission wird Italiens Wirtschaft dieses Jahr um über 8% nominal zulegen. Das senkt die Staatsschuldenquote. Bevor also steigende Zinsen Staatsfinanzen belasten, erfahren diese aus der Inflation eine wesentliche Entlastung.

Und drittens kann die EZB mit zielgerichteten Programmen einer Fragmentierung der Kapitalmärkte entgegenwirken, sollten sich die Finanzierungsbedingungen für ein Land übermäßig verschlechtern, z.B. bei spekulativen Attacken. Darüber hinaus arbeiten in der Pandemie Geld- und Fiskalpolitik Hand in Hand und der NextGenerationEU-Fonds hilft mit Zuschüssen und zinsgünstigen Krediten. Insofern ist nicht erkennbar, dass die Verletzlichkeit südeuropäischer Staatsfinanzen der EZB enge Zügel anlegen würde.

FOKUS AUF VERTIEFUNG DER INTEGRATION IM EURORAUM

Das Umfeld für die Geldpolitik im Euroraum ist so kompliziert und herausfordernd wie lange nicht mehr. Es ist aber keineswegs ein neues 2012, als die Zukunft des Euro in Frage stand und der damalige EZB-Chef Draghi mit seinem »Whatever it takes« dagegenhalten musste. Das liegt auch an den erwähnten fiskalischen Maßnahmen, die seitdem eingeführt wurden. Die vergangenen Weiterentwicklungen haben die Währungsunion robuster gemacht. Daher sollten nun Bemühungen um eine tiefergehende wirtschaftliche und politische Integration im Euroraum im Vordergrund stehen – und weniger die Frage nach der Inflation. Die Geldpolitik ist nicht so schlecht, wie sie oft gemacht wird, und liegt bei der EZB in guten Händen.

Fortschritte bei der Integration sind unerlässlich. Denn die Eurozone ist eine heterogene Gemeinschaft, deren Mitgliedsländer sich in Wirtschaftsstruktur und -politik voneinander unterscheiden. Zusätzlich wird eine große Region wie der Euroraum immer wieder von asymmetrischen Schocks getroffen, seien es Flüchtlingswellen oder ein russischer Gaslieferstopp, die unter den Mitgliedsländern ganz unterschiedlich große Verwerfungen hervorrufen. Daraus folgen Ungleichgewichte, etwa in den Leistungsbilanzen, im Wachstum oder in der Risikowahrnehmung von Investoren. Nationale Wechselkurse, die ansonsten einen Teil dieser Ungleichgewichte zum Ausgleich bringen würden, gibt es nicht mehr. An ihre Stelle muss eine vertiefte Integration treten, damit die Eurozone auch in den bevorstehenden Umbrüchen in den 2020er Jahren widerstandsfähig bleibt. In den vergangenen zehn Jahren hat sich hier viel getan. Mehr davon!

Tobias Linzert und Julian Schumacher

Die Rolle der EZB*

Gut zwei Jahre nachdem die Covid-19-Pandemie eine der schärfsten Rezessionen der Nachkriegszeit auslöste, hat das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone wieder das Vorkrisenniveau erreicht (vgl. Abb. 1). Der Unterschied zu den vorangegangenen Krisen könnte kaum größer sein. Nach der globalen Finanzkrise 2007–2008 und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise dauerte es insgesamt mehr als sieben Jahre, bis sich die Wirtschaftsleistung vollständig erholte. Der vergleichsweise schnelle wirtschaftliche Aufschwung nach der Pandemie war kein Zufall. Zwei-

felsohne trägt der sehr spezielle Charakter der Krise – mit einem rapiden Abfall von Aktivität insbesondere im Dienstleistungssektor, der durch die Beendigung der Pandemiebekämpfungsmaßnahmen schnell revidiert wurde – einen Teil zur Erklärung bei. Doch das allein begründet nicht, warum die Eurozone die Covid-19-Rezession ähnlich rasch wie andere große Volkswirtschaften hinter sich lassen konnte, während die wirtschaftliche Dynamik beispielsweise infolge der Finanzkrise deutlich hinter der anderer Länder hinterherhinkte. Ein Schlüsselfaktor für die erfolgreiche makroökonomische Stabilisierung – und wesentlicher Unterschied zum makroökonomischen Krisenmanagement in der Eurozone in den vorangegangenen Krisen

* Die in diesem Beitrag zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln ausschließlich die Meinung der Autoren wider und reflektieren nicht notwendigerweise die Ansichten der Europäischen Zentralbank.

– ist vielmehr im Flankieren der Geldpolitik durch eine entschlossene fiskalische Reaktion auf europäischer Ebene zu finden.

Infolge des russischen Angriffskriegs in der Ukraine stehen Europa und die Welt neben großen humanitären und verteidigungspolitischen Herausforderungen erneut auch vor wirtschaftspolitischen Aufgaben. Doch welche Schlüsse lassen sich aus der erfolgreichen makroökonomischen Stabilisierung der vergangenen beiden Jahre für die Reaktion von Geld- und Fiskalpolitik in der aktuellen Krise ziehen? Um diese Frage zu beantworten, hilft es, die Ursachen der vergangenen Wirtschaftskrisen in *idiosynkratische* und *allgemeine Schocks* zu unterteilen und die sich daraus ergebenden Politikimplikationen abzuleiten.

KRISENTYPEN UND REAKTION VON GELD- UND FISKALPOLITIK

Idiosynkratische Schocks sind Krisenmomente, die in erster Linie auf spezifische Ursachen in individuellen Mitgliedstaaten zurückgeführt werden können und deren Auswirkungen auf den Rest der Währungsunion (zunächst) begrenzt sind. In einer solchen Situation fällt die Verantwortung für makroökonomische Stabilisierung in erster Linie in den Bereich der nationalen Fiskalpolitik. Das bedeutet nicht, dass Krisenbekämpfung in solchen Fällen ausschließlich *nationale* Aufgabe ist. Wenn unterschiedliche Kapazitäten zwischen den Mitgliedsländern eine effektive Reaktion auf nationaler Ebene erschweren oder unmöglich machen, kann eine europäische Antwort nötig sein, um zu verhindern, dass sich die Krise auf andere Länder ausbreitet oder unnötig in die Länge zieht. Doch der Ball liegt in erster Linie im Bereich der Fiskal- und Strukturpolitik, die zielgerichteter und selektiver auf die Gegebenheiten in einzelnen Mitgliedstaaten reagieren kann als die gemeinsame europäische Geldpolitik, die die Preisstabilität im Euroraum als Ganzes im Blick haben muss.

Unter bestimmten Umständen kann sich jedoch auch aus zunächst idiosynkratischen Schocks ein Handlungsimpuls für die Geldpolitik ergeben. Angesichts einer fehlenden zentralen fiskalischen Kapazität und unvollständigen Bankenunion stellt ein Übergreifen von lokalen Friktionen auf andere Länder im eng integrierten Kapitalmarkt der Eurozone stets eine Gefahr dar (Lane 2012). Risiken für einen effektiven geldpolitischen Transmissionsmechanismus in der gesamten Eurozone kann die Zentralbank jedoch unter keinen Umständen tolerieren, wenn sie ihr Mandat erreichen will. Sie muss daher gegebenenfalls bereitstehen, durch idiosynkratische Schocks ausgelöste Verwerfungen am Finanzmarkt gezielt zu bekämpfen. Dabei geht es nicht darum, Finanzierungsbedingungen über die gesamte Eurozone hinweg unabhängig von den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Bedingungen in den jeweiligen Ländern anzugleichen. Aber es muss sichergestellt sein, dass geldpolitische

Impulse überall in der Eurozone in ähnlicher Intensität ankommen. Die geldpolitische Transmission ist dabei kein Selbstzweck, sondern gewährleistet, dass die Zentralbank ihr Mandat der Preisstabilität umsetzen kann.

Ein Beispiel für einen *idiosynkratischen Schock* stellt die europäische Schuldenkrise dar. Wenn auch die unmittelbaren Auslöser vornehmlich außerhalb Europas zu suchen sind, so trafen sie auf spezifische Voraussetzungen in einzelnen Ländern, die sehr unterschiedliche Konsequenzen erzeugten. Die bestehenden hohen öffentlichen Schuldenstände in einigen Mitgliedstaaten und der zunehmend gefährdete Kapitalmarktzugang erzwangen zum einen restriktive fiskalische Anpassungen, die die abkühlende Konjunktur weiter schwächten. Zum anderen führte die »sovereign-bank doom loop« – die unheilvolle enge Verknüpfung von Banken und Staatsfinanzen – zu Zweifeln an der Stabilität nationaler Bankensysteme, die durch das Fehlen von einer europäischer Bankenaufsicht und eines Bankenabwicklungsmechanismus noch erschwert wurden. Diese Lücken in der institutionellen Architektur der Währungsunion verhinderten, dass die aufkommende Krise bereits im Keim unterbunden wurde. Erst im Verlauf der Schuldenkrise, als sich die idiosynkratischen Schocks bereits in eine europaweite Rezession ausgeweitet hatten, wurden mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Bankenunion Mechanismen auf Ebene der Eurozone geschaffen, die eine gewisse Stabilisierung leisten konnten.

Folgerichtig war die anfängliche Reaktion der EZB auf die Krise vor allem auf ihre klassische »Lender-of-



Dr. Tobias Linzert

ist Sektionsleiter in der Abteilung für geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank, zuständig für die Vorbereitung der geldpolitischen Sitzungen des EZB Zentralbankrates. Zuvor arbeitete er als Ökonom im Direktorat Geldpolitik und war von 2008 bis 2011 persönlicher Referent des Direktoriums der Europäischen Zentralbank.

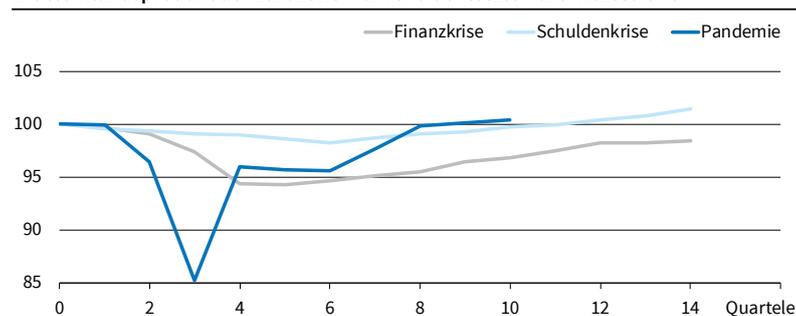


Dr. Julian Schumacher

ist Ökonom in der Abteilung für geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank.

Abb. 1

Bruttoinlandsprodukt der Eurozone während der letzten drei Rezessionen



Die Abbildung zeigt das saison- und kalenderbereinigte Bruttoinlandsprodukt der 19 Euro-Mitgliedstaaten während der Rezessionen infolge der Finanzkrise, Schuldenkrise und Covid-19-Pandemie, normalisiert zum letzten Quartal vor Beginn der jeweiligen Rezession (Finanzkrise: 2008Q1, Schuldenkrise: 2011Q3, Pandemie: 2019Q4).
Quelle: Eurostat; Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

Last-Resort«-Rolle für das Bankensystem sowie die Unterstützung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus fokussiert. Ersteres wurde insbesondere durch die starke Ausweitung der Liquiditätsbereitstellung für das gesamte Bankensystem und durch die Vergabe von *Emergency Liquidity Assistance* (ELA) an einzelne Banken sichergestellt (Bagehot 1873; Diamond und Dybvig 1983; Praet 2016). Risiken der geldpolitischen Transmission hingegen wurden maßgeblich durch die Anleihekaufprogramme *Securities Markets Programme* (SMP) und *Outright Monetary Transactions* (OMT) bekämpft, die selektive Interventionen in Anleihemärkten, insbesondere zur Reduktion von Redenominierungsrisiken in besonders betroffenen Ländern, ermöglichten (Draghi 2012; Cœuré 2013; Corsetti und Dedola 2016; De Santis 2018). Letztlich erforderten die fiskalische Zurückhaltung, die damit verbundene Schwächung der Konjunktur in der Eurozone insgesamt sowie die unzureichenden institutionellen Rahmenbedingungen zur Krisenbekämpfung auch einen breiteren geldpolitischen Stimulus, um der sich abzeichnenden disinflationären Dynamik entgegenzuwirken.

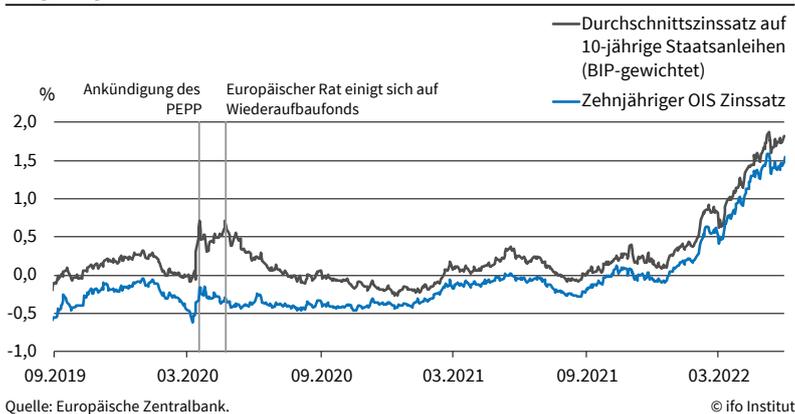
Allgemeine Schocks beschreiben im Gegensatz Krisen, deren wirtschaftliche Auswirkungen in der gesamten Währungsunion in dieselbe Richtung wirken, auch wenn die Folgen in einzelnen Ländern asymmetrisch stark ausgeprägt sein können. In solchen Situationen müssen Geld- und Fiskalpolitik in ihren jeweiligen Verantwortungsbereichen gleichermaßen handeln. Die übergeordnete Orientierung der Geldpolitik richtet sich dabei stets nach den erwarteten Effekten des Schocks auf die Preisstabilität. Falls Risiken für die Preisstabilität erkennbar werden, ist eine rasche und entschlossene Anpassung des geldpolitischen Kurses geboten, um adäquate Finanzierungsbedingungen insgesamt zu schaffen. Fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen hingegen müssen gezielt jene wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bereiche unterstützen, die von den spezifischen Folgen einer Krise besonders betroffen sind.

Die Covid-19-Pandemie ist ein klares Beispiel für einen *allgemeinen Schock*, dessen ökonomische

Konsequenzen ihren Schatten auf die gesamte Eurozone geworfen haben. Entsprechend bestand die Reaktion der EZB daher auch von Anfang an in einer signifikanten Lockerung des geldpolitischen Kurses. Die Geldpolitik der EZB im Frühjahr 2020 war bereits sehr locker angesichts von Inflationsraten, die jahrelang unterhalb der Preisstabilitätsdefinition lagen. Durch eine Reihe von innovativen Maßnahmen konnten dennoch zusätzliche geldpolitische Impulse gesetzt werden, vor allem durch die Rekalibrierung der dritten Serie der Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III) und das *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP, siehe Schnabel 2021; Lane 2020). Das PEPP erlaubte zudem, Fragmentierung im Euroraum effektiv entgegenzutreten: Die Möglichkeit, Anleihekäufe flexibel über den Zeitverlauf, Anlageklassen und Länder hinweg zu verteilen, bedeutete, dass das Programm eine duale Funktionalität sowohl zur Beeinflussung des geldpolitischen Kurses als auch zur Unterstützung des Transmissionsmechanismus verfolgen konnte.

Die fiskalische Reaktion war gleichsam entschlossen. Doch anders als noch während der Schuldenkrise wurde die nationalen Anstrengungen diesmal auch durch eine entschiedene europäische Dimension unterstützt, mit der die asymmetrischen Effekte der Krise zu einem gewissen Grad ausgeglichen werden konnten. Die fiskalische Reaktion auf nationaler Ebene milderte die unmittelbaren Folgen der Pandemie durch Kreditgarantien, Kurzarbeitergeld sowie Unterstützungen für den Gesundheitssektor ab. Da die Auswirkungen jedoch ausgerechnet in den Mitgliedsländern mit den geringsten fiskalischen Spielräumen am stärksten zu spüren waren, barg eine rein national basierte Reaktion das Risiko einer abermals verzögerten wirtschaftlichen Erholung. Daher war die Ausweitung der fiskalpolitischen Maßnahmen von der primär nationalen auf die europäische Ebene ein Paradigmenwechsel in der Bewältigung der Krise. Die zweifelsfrei folgenreichste fiskalpolitische Entscheidung bestand in der Einrichtung des Aufbauinstruments »Next-GenerationEU« (NGEU), in dessen Rahmen erstmals fiskalische Transfers in der Eurozone im großen Stil über nationale Grenzen hinweg ermöglicht wurden. Zusammen mit den geldpolitischen Lockerungen konnten diese Entscheidungen eine Eskalation der Finanzierungsbedingungen zu Beginn der Pandemie zeitnah unterbinden und für Beruhigung und wiederkehrende Zuversicht an den Finanzmärkten sorgen (vgl. Abb. 2). Darüber hinaus stützt die Implementierung der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne unter NGEU nachhaltig die Konjunktur in der Eurozone. Jüngste Schätzungen sehen den Gesamteffekt von NGEU auf das europäische Wirtschaftswachstum bei bis zu 1,5% bis 2026, und deutlich mehr in den Hauptempfängerländern (Bańkowski et al. 2022).

Abb. 2
Langfristige Zinssätze in der Eurozone



DIE WIRTSCHAFTLICHEN FOLGEN DES KRIEGS IN DER UKRAINE: WAS ERGIBT SICH FÜR DIE GELDPOLITIK?

Welche Lehren ergeben sich aus diesen Beispielen für makroökonomische Stabilisierungsmaßnahmen angesichts der wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Krieges? In der simplen Terminologie verursacht der Krieg erneut einen allgemeinen Schock, der Europa insgesamt trifft. Die negativen Effekte der russischen Aggression sind länderübergreifend und in nahezu allen Wirtschaftsbereichen spürbar, wenn auch mit einer stark asymmetrisch verteilten Intensität, was das Wachstum insgesamt in der Eurozone stark eingetrübt hat.

Aber anders als die Pandemie wirkt dieser Schock stark inflationstreibend. Der Krieg hat zu rasant gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen geführt, was zusammen mit neuen Lieferengpässen und der Normalisierung der Nachfrage im Zuge der Wiederöffnung der Wirtschaft zu einem signifikanten Anstieg der Inflationsrate geführt hat. Daraus ergibt sich abermals ein unmittelbarer Handlungsbedarf sowohl für die Geld- und Fiskalpolitik. Allerdings gehen die Handlungsanforderungen, anders als in der Pandemie, in unterschiedliche Richtungen.

Der geldpolitische Kurs hat angesichts der stark gestiegenen realisierten und projizierten Inflation einen Pfad der Normalisierung eingeschlagen. Eine geldpolitische Straffung ist notwendig, um zu verhindern, dass sich die hohen Inflationsraten auch in den langfristigen Erwartungen verankern und der Preisdruck dadurch persistent wird. Gleichzeitig muss die Geldpolitik die negativen Folgen des Krieges auf die Konjunktur und damit auf die Preisentwicklung im Blick behalten. Dies begründet die Prinzipien der EZB-Geldpolitik im Umgang mit dem Ukraine-Krieg: eine graduelle und datenabhängige Anpassung des geldpolitischen Kurses, um das Inflationsziel von 2% zu erreichen. Bewahrung von Optionalität, um auf unvorhergesehene Entwicklungen kurzfristig reagieren zu können; und Flexibilität, um eventuelle Fragmentierungsrisiken im Euroraum zu bekämpfen.

FISKALPOLITIK: EIN FALL FÜR MEHR EUROPA

Ihre Aufgabe, die Inflation zu ihrem Zielwert von 2% zurückzubringen, kann die Zentralbank am effektivsten wahrnehmen, wenn sie durch gezielte fiskalische Maßnahmen flankiert wird. Dem realen Einkommensverlust durch die stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise, der besonders weniger vermögende und einkommensschwache Haushalte hart trifft, kann am besten durch gezielte direkte Transfers entgegen gewirkt werden. Diese wirken weniger inflationstreibend als allgemeine Steuersenkungen oder Konsumzuschüsse (Blanchard und Pisani-Ferry 2022). Viele Mitgliedstaaten der Währungsunion haben bereits

vergleichbare fiskalische Maßnahmen auf nationaler Ebene erlassen.

Eine der zentralen Lehren der Pandemie ist allerdings, dass europaweite Fiskalpolitik eine wesentliche und effektive Ergänzung zu nationalen Stabilisierungsmaßnahmen sein kann. Im Umgang mit den Konsequenzen des russischen Angriffs auf die Ukraine kann eine starke europäische fiskalische Antwort wiederum eine zentrale Rolle einnehmen, aus mindestens drei Gründen.

Erstens sind die fiskalischen Kapazitäten der Mitgliedstaaten im Verlauf der Pandemie noch stärker divergiert. In manchen Fällen spiegelt der nationale fiskalische Raum nicht die Anfälligkeit für die wirtschaftlichen Konsequenzen des Krieges wider. Um diesen gemeinsamen Schock effektiv abfedern zu können und um Auswirkungen auf die Wirtschaften anderer europäischer Staaten zu verhindern, könnte dies auch Anstrengungen auf europäischer Ebene benötigen.

Zweitens legt der Krieg in der Ukraine die Größe und Dringlichkeit gemeinsamer Herausforderungen offen, die auf nationaler Ebene allein gar nicht beantwortet werden können. Dazu zählen die Energie- und Klimawende, die neben der Reduktion der Abhängigkeit von russischen Energieexporten vor allem auch der Kampf gegen den Klimawandel erfordert. Auch die Stärkung der europäischen Verteidigungskapazität gegenüber externer Aggression ist in letztendlich eine Aufgabe für die gesamte EU.

Drittens ist eine stärkere Integration der europäischen Fiskalpolitik ein wesentlicher Schritt auf dem Weg zur Vervollständigung des institutionellen Rahmens der Währungsunion. Eine stärker institutionalisierte Möglichkeit, gemeinsamen Schocks im Ernstfall auch mit europäischen Mitteln begegnen zu können, würde die Stabilität der Eurozone erhöhen und damit die möglichen makroökonomischen Kosten für die Eurozone insgesamt reduzieren. Dies würde nicht zuletzt auch das Risiko wiederkehrender Fragmentierung auf den europäischen Kapitalmärkten mindern und damit die Notwendigkeit von Interventionen der Zentralbank zur Unterstützung des Transmissionsmechanismus minimieren.

Auf diesem Weg bietet eine tiefere institutionelle Integration die Chance, die Unabhängigkeit und Effizienz der Geld- und Fiskalpolitik in ihren jeweiligen Verantwortungsbereichen nachhaltig zu stärken.

REFERENZEN

- Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, H. S. King, London.
- Bańkowski, K., O. Bouabdallah, J. D. Semeano, E. Dorrucchi, M. Freier, P. Jacquinet, W. Modery, M. Rodríguez-Vives, V. Valenta und N. Zorell. (2022), »The Economic Impact of Next Generation EU: A Euro Area Perspective«, ECB Occasional Paper No. 291.
- Blanchard, O. und J. Pisani-Ferry (2022), »Fiscal Support and Monetary Vigilance: Economic Policy Implications of the Russia-Ukraine War for the European Union«, *Peterson Institute for International Economics Policy Brief* No. 22-5.

Co ur , B. (2013), »Outright Monetary Transactions, One Year On«, speech at the conference »The ECB and its OMT Programme«, organised by Centre for Economic Policy Research, German Institute for Economic Research and KfW Bankengruppe Berlin, 2. September 2013.

Corsetti, G. und L. Dedola (2016), »The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-Fulfilling Debt Crises«, *Journal of the European Economic Association* 14(6), 1329–1371.

De Santis, R. (2018), »Redenomination Risk«, *Journal of Money, Credit and Banking* 51(8), 2173–2206.

Diamond, D. und P. Dybvig (1983), »Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity«, *Journal of Political Economy* 91, 401–419.

Draghi, M. (2012), »Remarks at the Global Investment Conference in London«, 26. Juli 2012.

Lane, P. (2012), »The European Sovereign Debt Crisis«, *Journal of Economic Perspectives* 26(3), 49–68.

Lane, P. (2020), »The Monetary Policy Response to the Pandemic Emergency«, ECB Blog, 1. Mai 2020.

Praet, P. (2016), »The ECB and its Role as Lender of Last Resort during the Crisis«, speech at the Committee on Capital Markets Regulation conference on The lender of last resort – an international perspective, Washington DC, 10. Februar 2016.

Schnabel, I. (2021), »Lessons from an Unusual Crisis«, speech at the Federal Reserve Bank of New York conference on »Implications of Federal

Bodo Herzog

Wie resilient ist die Geld- und Fiskalpolitik in der Wahrungunion?



Dr. Bodo Herzog

ist Professor f r Volkswirtschaftslehre an der ESB Business School, Reutlingen.

Die Debatte über die Zukunft der Europäischen Wirtschafts- und Wahrungunion ist seit geraumer Zeit omnipresent (Herzog und Hengstermann 2013). Mit der temporären Aussetzung der europäischen (nationalen) Schuldenregeln bis zum 31. Dezember 2022 ging abermals eine leidenschaftlich geführte Post-Covid-19-Reformdiskussion los. Zu den bisherigen Veränderungsnotwendigkeiten kommen nunmehr die geopolitischen Herausforderungen hinzu. Ist die Stabilität der Wahrungunion in Gefahr?

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum haben sich zuletzt durch den Krieg in der Ukraine drastisch verschlechtert. Das Wirtschaftswachstum für das Jahr 2022 wurde auf 2,9% für Europa und 1,8% für Deutschland revidiert (SVR 2022). Die geopolitische Ausgangslage bedingt ferner hohe Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung.

Die derzeit größte Herausforderung in der Wahrungunion ist die fulminante Inflationsdynamik (vgl. Abb. 1). Durch die Corona-Pandemie und den Krieg

sind die globalen Lieferketten nach wie vor dysfunktional (Benigno et al. 2022). Ferner belasten die kräftig gestiegenen Energiepreise die weltweite Produktion und Verbraucher. Der Sachverständigenrat rechnet mit einer Inflationsrate von 6,1% im Jahr 2022 (SVR 2022). Inflation oberhalb der Zielmarke von 2% lässt die Inflationserwartungen ansteigen und beeinflusst die Tarifverhandlungen. Damit steigt das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale.

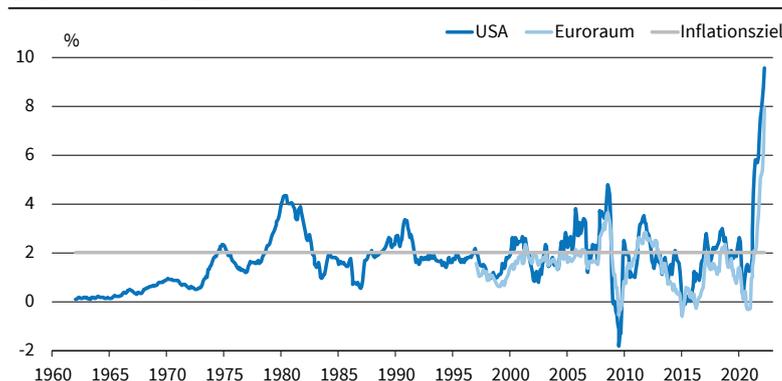
Aufgrund der geopolitischen Lage ist die europäische und deutsche Fiskalpolitik weiterhin expansiv ausgerichtet.¹ Die Wiederherstellung der militärischen Verteidigungsfähigkeit ist dringlich. Allein das in der Zeitenwenderede des Bundeskanzlers angekündigte Sondervermögen für die Bundeswehr in Höhe von 100 Mrd. Euro sowie die dauerhafte Erfüllung des 2%-Ziels der NATO-Länder dürfen einen deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung auslösen. Auch der europäische Wiederaufbaufonds wird die Verschuldung der Mitgliedstaaten vergrößern.

Die veränderte geopolitische Ausgangslage beinhaltet mithin Sprengstoff für die Resilienz der Wahrungunion. Im Fokus stehen zwei weitere Aspekte. Einerseits das neue »symmetrische« Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Inflationsdynamik dokumentiert einen Glaubw rdigkeitsverlust der EZB, verwoben mit der Erosion des Primarziels in Artikel 127 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Andererseits die Blaupause einer Transformationsstrategie der Euro-Fiskalarchitektur. Die geopolitisch ausgelösten Erweiterungsvisionen werden die Heterogenität in Europa und die Stabilität der Wahrungunion dauerhaft tangieren.

GLAUBWÜRDIGE EUROPÄISCHE GELDPOLITIK

Im Jahr 2021 hat die EZB ihre geldpolitische Strategie nahezu unbeobachtet von der Öffentlichkeit ver-

Abb. 1
Inflation in USA und Euroraum



Quelle: FED; OECD.

  ifo Institut

¹ Beschluss EU-Sondergipfel am 10./11. März 2022 in Versailles.

Reserve Actions in Response to the Covid-19 Pandemic», 1. Oktober **ändert**. Zum einen wurde das Inflationsziel auf 2% fixiert. Zuvor galt das Inflationsziel von »unter, aber nahe 2% in der mittleren Frist«. Zum anderen wurde der Passus des »symmetrischen« Inflationsziels hinzugefügt. Das bedeutet, dass eine Inflation von kleiner 2% zukünftig mit Inflationsraten »moderat« oberhalb 2% kompensiert werden können.

Unter dem Eindruck von niedrigen Inflationsraten hat die EZB diesen Strategiewechsel vollzogen. Welche Wirkung ein symmetrisches Inflationsziel bei hoher Inflation hat oder was »moderat« bedeutet, blieb unbedacht. Seit 2021 ist es soweit: Die Inflation liegt deutlich oberhalb von 2% (vgl. Abb. 1). Davor haben Ökonomen früh gewarnt (Sinn 2020).

Die Analyse ist eindeutig. Die Inflation ist nicht nur hoch, sondern längerfristig ein Problem. Das hat mehrere Ursachen. Zum Ersten: die Pandemie. Diese hat ein Angebotsschock ausgelöst und die globale Produktion und Lieferketten gestört. Seither herrscht Knappheit beim Güterangebot, insbesondere bei Zwischenprodukten wie Computerchips und vielen Rohstoffen. Der Hafen-Lockdown in Shanghai ist ein Sinnbild dafür, dass die Pandemie nicht überwunden ist.

Zum Zweiten: die Nachholeffekte auf der Nachfrageseite. Während der Pandemie ging die weltweite Nachfrage stark zurück. Unternehmen und Haushalte bauten hohe Sparguthaben auf. Staatliche Hilfsprogramme u.a. das Kurzarbeitergeld haben diesen Effekt potenziert. Denn Beschäftigte und Firmen bekamen Gehalt ohne Arbeit in Produktion oder Dienstleistung.

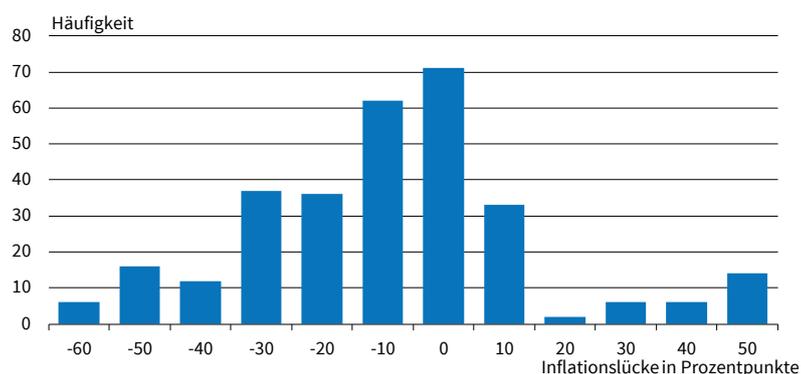
Das Spannungsfeld aus geringem Güterangebot und großer Nachfrage triggert den Preisanstieg seit der zweiten Jahreshälfte 2021. Die ausbleibenden und einst billigen chinesischen Importe werden nunmehr durch teurere aus anderen Ländern substituiert. Inflationstreiber sind ferner die massive Ausweitung der Geldmenge seit dem Jahr 2015, der kriegsbedingte Energiepreisschock, die Russland-Sanktionen und der schwache Euro im Jahr 2022. Entscheidend ist aber, was diese Ausgangslage bei einem symmetrischen Inflationsziel bedeutet.

Berechnet man die Abweichung der Inflationsrate vom 2%-Zielwert, ergibt sich die sogenannte Inflationslücke. Diese Inflationslücke ist negativ (positiv), wenn die aktuelle Inflationsrate unterhalb (oberhalb) von 2% liegt. Wird nun die Inflationslücke über den mittelfristigen geldpolitischen Handlungszeitraum von drei Jahren zusammengerechnet, ergibt sich die monetäre Handlungsnotwendigkeit aufgrund des »symmetrischen« Ziels.

Abbildung 2 zeigt die Verteilung kumulierten Inflationslücken von 1998 bis 2024 im Euroraum. Verwendet wurden die monatlichen Inflationsraten (HICP) im Vergleich zum Vorjahresmonat. Der Datenzeitraum umfasst den Beginn der Währungsunion bis Ende 2021. Für die Jahre 2022 bis 2024 wurden die von der EZB prognostizierten Inflationsraten einbezogen.

Abb. 2

Verteilung der kumulierten Inflationslücken



Quelle: Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

Die Inflationslücke für das Jahr 2022 ergibt ein Plus von 35 Prozentpunkte. Sofern die EZB die »symmetrische« Inflationslücke äquivalent der nagelneuen Strategie der US-Notenbank interpretiert, wofür die zögerlichen EZB-Entscheidungen sprechen, müsste zukünftig die Inflation in Summe um 35 Prozentpunkte unter dem Zielwert von 2% liegen. Ein glaubwürdiges symmetrisches Inflationsziel bedarf demnach eine Inflation von 1% über 35 Monate oder von 0% für 17 Monate. Dementgegen sind die EZB-Ankaufprogramme noch am Laufen, und der effektive Leitzins ist weiterhin im negativen Bereich.

Diese Szenarien belegen das Risiko eines symmetrischen Inflationsziels. Denn ohne lange oder schwere Rezession wäre das mittelfristig symmetrische Inflationsziel kaum erreichbar. Noch problematischer ist die Tatsache, dass die Verteilung der Inflationslücken »Heavy Tails« aufweist (vgl. Abb. 2). Das bedeutet, dass solche Extremereignisse überproportional häufig auftreten.

Summa Summarium: Das neue symmetrische Inflationsziel ist unglaubwürdig und gefährdet die Stabilität der Währungsunion. Die Inflationsbremsen im Euroraum sind aus vielerlei Gründen gestört (Sinn 2021). Hinzukommt, dass die Glaubwürdigkeit der EZB und der Grundpfeiler der Sozialen Marktwirtschaft, das Primärziel der Preisniveaustabilität, erodiert.

KRISENFESTE FISKALARCHITEKTUR

Die Fiskalarchitektur im Euroraum ist nicht krisenfest. Insoweit gibt es seit langem Reformbedarf und mithin mannigfache Lösungsideen (Beetsma 2022; Hartmeier et al. 2022; Regling 2022). Angenommen die Mitgliedstaaten sind nicht gewillt, ihre Souveränität auf die europäische Ebene zu übertragen oder eine politische Union zu etablieren. Insofern sollte eine resiliente Fiskalarchitektur gemäß den aktuellen Verträgen dezentral und marktbasierend organisiert werden (Herzog und Ferencz 2019; Sinn 2021).

Die europäische Fiskalarchitektur wird seit dem Vertrag von Maastricht in ein regelgebundenes und marktbasierendes Regelwerk eingeeht. Fiskalregeln sind mithin der Stabilitäts- und Wachstumspakt oder das

im Jahr 2010 neugeschaffene Europäische Semester. Diesen Regeln mangelt es allerdings an Bindekraft, vor allem aufgrund des Vollzugsdefizits der Europäischen Kommission. Deshalb bedarf es einerseits automatischer Vollzugsmechanismen und andererseits in einer regelgebundenen Währungsunion das ökonomisch wertvollste: Marktkräfte!

Marktgerechte Preissignale helfen, exzessive Überschuldung oder versäumte Reformbemühungen früh zu erkennen und zu unterbinden (Herzog 2020a; 2020b). Auch politisch opportune Ausgabefantasien werden damit automatisch diszipliniert. Die Zinsspreads im Euroraum sollten nicht von der politisch »unabhängigen« EZB künstlich geglättet, sondern zielgerichtet von der Politik als Indikator für Reformnotwendigkeiten genutzt werden (Herzog und Ferencz 2019). Das Bundesverfassungsgericht hat wiederholt betont, dass eine Stabilitätsunion ein Gleichgewicht von Regeln und Marktkräften bedarf (Herzog 2021a; 2021c). Im aktuellen europäischen Vertragswerk ist die Stärkung der Marktkräfte ein zentraler Reformbaustein (Herzog 2021a).

Eine weitere Herausforderung ist, dass die expansive Fiskalpolitik auf ein inflationäres Umfeld trifft. Entgegen den Beteuerungen der Bundesregierung ist aber von einer dauerhaften und nicht temporär fossilen Inflation auszugehen. Der Trend zur De-Globalisierung ist seit Präsident Trump und der Corona-Pandemie in vollem Gang.

Preise für Stahl und Silizium beispielsweise waren seit Beginn der Datenerhebung noch nie so hoch wie zuletzt. Grüne Windkraft besteht aber zu gut 70% aus Stahl, und Solarpanels benötigen Silizium. Das Ziel einer emissionsfreien Wirtschaft bis 2045 und deren Beschleunigung aufgrund des Ukraine-Krieges dürfte diese Preise und Transformationsinflation dauerhaft anheizen. Ferner sind viele Rohstoffe für die regenerativen Energien nicht nur knapp, sondern kommen aus geopolitisch instabilen Regionen. Insoweit sind eine Diversifikation der Energiequellen und sparsame Finanzpolitik in Europa und Deutschland essentiell.

Die öko-sozial-liberale Bundesregierung könnte dem entgegenstehen. Die Versprechen der »Zukunftskoalition«, ohne Neuverschuldung und Steuererhöhungen auszukommen, sind teils ins Gegenteil mutiert. Zugleich erreicht die Inflation ein Rekordniveau, und der CO₂-Fussabdruck wird durch den Umstieg auf LNG und intensivere Braunkohleverstromung erhöht.

ETABLIERUNG EINER ZWEISTUFIGEN ÜBERGANGSPHASE

Wie könnte eine Reform der europäischen Fiskalarchitektur gelingen? Herzog (2021b) kommt zum Ergebnis, dass die Etablierung einer zweistufigen Übergangspphase ein anreizkompatibler Weg darstellt. Ähnlich der Konvergenzphase zur Währungsunion in den 1990er Jahren könnten zwei Fiskaloptionen mit Zugangskriterien definiert werden. Beispielsweise (A)

Weg in die Politische (Fiskal-)Union und (B) Weg in die regelbasierte Maastricht-Union mit automatischem Regelvollzug und Marktkräften. Die Mitgliedsländer im Euroraum hätten dann eine Übergangszeit von zehn Jahren, um ihr präferiertes Modell anzuvizieren und die Erfüllung der Zugangskriterien zu dokumentieren.

Die Idee einer geteilten europäischen Souveränität à la Präsident Macron ist keine Option. Denn dieses Modell gibt es heute und würde Moral Hazard mittelfristig bestärken und langfristig in einer geopolitisch noch heterogeneren Währungsunion scheitern. Die jahrelange Krisenanfälligkeit der Währungsunion sowie die aktuelle Unsicherheit über die geopolitische Lage verlangen eine langfristige Neujustierung des Euroraums.

Grundsätzlich sollte jede Reform der Währungsunion einerseits die politische Stabilitätsverantwortung der nationalen oder europäischen Fiskalpolitik stärken und andererseits die europäische Geldpolitik auf das Primärziel der Preisniveaustabilität zurückführen. Diese Reformstrategie ist im europäischen und nationalen Stabilitätsinteresse. Stabile Preise gemäß dem vorrangigen Mandat der EZB und Mitgliedsländer mit soliden Finanzen sind das Fundament einer resilienten Währungsunion in Europa.

REFERENZEN

- Beetsma, R. (2022), »The Economics of Fiscal Rules and Debt Sustainability«, *Intereconomics* 57(1), 11–15.
- Benigno, G., J. di Giovanni, J. J. J. Groen and A. I. Noble (2022), *A New Barometer of Global Supply Chain Pressures*, Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics.
- Hartmeier, S., N. Leiner-Killinger, P. Muggenthaler und S. Haroutunian (2022), »Post-Covid Fiscal Rules: A Central Bank Perspective«, ECB Working Paper Series No 2656, März.
- Herzog, B. (2020a), »Whither Corona-Bonds? The Past and Future of the EMU in the Corona-Pandemic«, *Intereconomics, Review of European Economic Policy* 55(3), 3–6.
- Herzog, B. (2020b), »Corona-Bonds und EU-Verschuldung: Zukunftsvision oder Europäische Naivität?«, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 69(2), 148–165.
- Herzog, B. (2021a), »EZB-Urteil des Bundesverfassungsgerichts: Neue Hindernisse für die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion«, *Recht und Politik* 57(1), 26–38.
- Herzog, B. (2021b), »Optimal Sequencing to Reform the European Economic and Monetary Union: A Roadmap«, *Quantitative Finance and Economics* 5(2), 311–324.
- Herzog, B. (2021c), »Judgement of German Federal Constitutional Court (2 BvR 859/15) on the Public Sector Purchase Programme of the ECB: An Interdisciplinary Analysis«, *European Public Law* 27(4), 653–672.
- Herzog, B. und M. Ferencz (2019), »Disziplinierung ohne politische Diskriminierung: Warum es Marktkräfte in der Währungsunion bedarf!«, *ifo chneldienst* 72(1), 20–22.
- Herzog, B. und K. Hengstermann (2013), »Restoring Credible Economic Governance to the Eurozone«, *Journal of Economic Affairs* 33(1), 2–17.
- Regling, K. (2022), »EU Fiscal Rules: A Look Back and the Way Forward«, *Intereconomics* 57(1), 8–10.
- Sinn, H.-W. (2020), »Corona und die wundersame Geldvermehrung in Europa«, Weihnachtsvorlesung, Ludwig-Maximilians-Universität München.
- Sinn, H.-W. (2021), *Die wundersame Geldvermehrung*, Herder Verlag, Freiburg.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2022), *Russischer Angriffskrieg gegen die Ukraine und Energiepreise verschlechtern wirtschaftliche Aussichten drastisch*, Konjunkturprognose März 2022, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

Margit Schratzenstaller

Der Beitrag der Fiskalpolitik in der EU zur Grünen Transformation

Mit ihrem Amtsantritt im Dezember 2019 hatte die Europäische Kommission ihr Kernprojekt, den Europäischen Green Deal, vorgelegt. Er soll die 27 EU-Mitgliedstaaten bis 2050 klimaneutral machen. Bis 2030 sollen in einem ersten Schritt die Treibhausgasemissionen um mindestens 55% gegenüber dem Stand von 1990 reduziert werden. Zur Umsetzung dieser Ziele veröffentlichte die Kommission im Juli 2021 das »Fit-for-55«-Paket, das insgesamt 13 Vorschläge zur Reform bestehender oder zur Einführung neuer Maßnahmen in den Bereichen Bepreisung von Emissionen, Zielvorgaben und Vorschriften umfasst.¹ Der zusätzliche Bedarf an privaten und öffentlichen grünen Investitionen in der gesamten EU (*green investment gap*) zur Erreichung des Emissionsreduktionsziels wird von der Europäischen Kommission (2021) auf 520 Mrd. Euro jährlich bis 2030 geschätzt. Darvas und Wolff (2021) beziffern die in diesem Jahrzehnt erforderlichen öffentlichen grünen Investitionen auf 0,5% bis 1% des EU-BIP.

Der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine verschärft die Dringlichkeit der grünen Transformation in Europa. Die nun vor dem Hintergrund des Krieges angestrebte Unabhängigkeit von russischem Öl und Gas und die damit verbundene Beschleunigung des Ausstiegs aus fossilen Energien wird ohne eine rasche und umfassende Ökologisierung der gesamten EU-Fiskalpolitik – über die Fit for 55-Vorschläge hinaus – kaum zu erreichen sein. Eine im Dienst der grünen Transformation stehende »grüne

¹ Vgl. für Überblicke Kettner-Marx und Feichtinger (2021) oder Tagliapietra (2021).

Fiskalpolitik« auf Ebene der Europäischen Union umfasst im Wesentlichen drei Kernbereiche (vgl. Abb. 1): die Einnahmen, die Ausgaben sowie die Governance auf EU-Ebene. In allen drei Bereichen wurden bereits einige Regelwerke etabliert bzw. Vorschläge für deren Reform sowie für neue Initiativen vorgelegt. Im Folgenden wird die Architektur einer grünen Fiskalpolitik skizziert, die eine konsequent auf die grüne Transformation ausgerichtete Fiskalpolitik auf Ebene der Mitgliedsländer unterstützt oder ergänzt.



Dr. Margit Schratzenstaller

ist Senior Economist und ehem. stv. Leiterin des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung WIFO, Wien, sowie Mitglied im Fiskalrat.

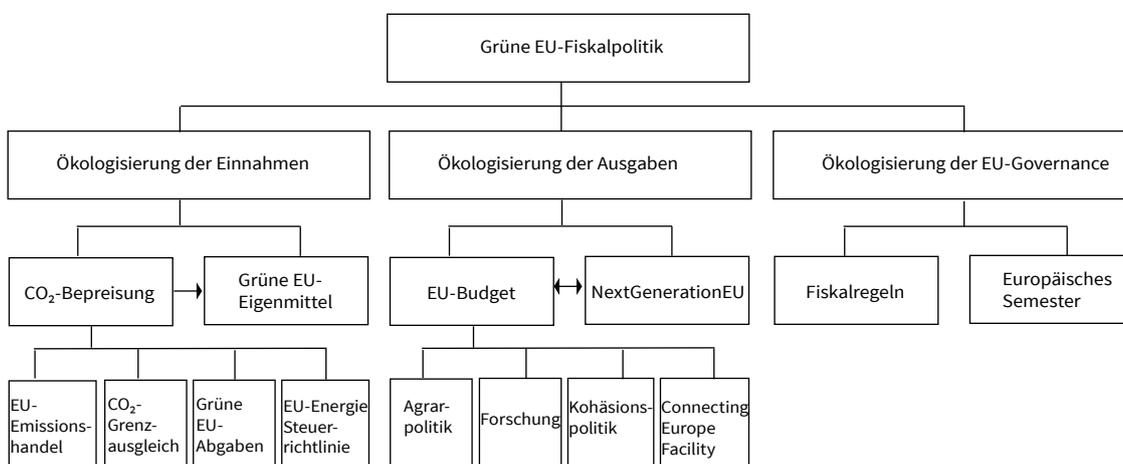
ÖKOLOGISIERUNG DER EINNAHMENSYSTEME AUF EU-EBENE

Bepreisung von Treibhausgasemissionen

Eine erste Säule der Bepreisung von Treibhausgasemissionen in der EU ist das EU-Emissionshandelssystem (EHS), dem seit 2005 Emissionen aus der Energiebereitstellung, der emissionsintensiven Industrie sowie der innereuropäischen Luftfahrt (insgesamt etwa 40% der Treibhausgasemissionen in der EU) unterliegen. Im Rahmen des Fit for 55-Pakets schlägt die Kommission Reformen vor, mit denen die Emissionen aus den erfassten Sektoren stärker, als ursprünglich angestrebt, verringert werden sollen. Zwischen 2023 und 2026 soll der Schiffsverkehr schrittweise einbezo-

Abb. 1

Grüne Transformation – Bereiche einer »grünen Fiskalpolitik« auf Ebene der Europäischen Union



Quelle: Darstellung der Autorin.

gen werden. 2025 soll ein neues EHS für die Bereiche Verkehr und Gebäude installiert werden, das ab 2026 zu arbeiten beginnt.

Eine zweite Säule der Emissionsbepreisung in der EU würde der ebenfalls als ein Element des Fit-for-55-Pakets vorgeschlagene CO₂-Grenzausgleichsmechanismus (*Carbon Border Adjustment Mechanism*, CBAM) darstellen. Er soll einer von den Reformen im EHS erwarteten Verschärfung von Carbon Leakage (die Verschiebung von Emissionen und Produktion in Länder mit einer weniger strikten Klimapolitik) entgegenwirken. In einem ersten Schritt soll der CBAM auf einige wenige, von Carbon Leakage besonders bedrohte Güter beschränkt bleiben: Eisen, Stahl, Zement, Düngemittel, Aluminium, elektrischer Strom. Mit der Implementierung soll 2023 begonnen werden. Ab 2026 brauchen Importeure Zertifikate für die importierten Emissionen.

Die dritte Säule ist die Energiesteuerrichtlinie, die seit 2003 Mindestsätze für die Besteuerung der diversen Energieträger in den EU-Mitgliedsländern vorschreibt. Die Kommission nimmt mit dem Fit-for-55-Paket einen neuen Anlauf für die von ihr seit über einem Jahrzehnt angestrebte Reform der Energiesteuerrichtlinie. Danach soll sich die Besteuerung künftig prinzipiell am Energiegehalt der Energieträger orientieren und nach Verwendungszweck der Energieträger differenzieren. Die Steuersätze sollen zwischen 2023 und 2033 erhöht und jährlich gemäß der Kerninflation automatisch angepasst werden. Auch sollen nachhaltige Energieträger geringer besteuert werden als nicht nachhaltige.

Eine vierte Säule könnten weitere grüne auf EU-Ebene geregelte und in den EU-Mitgliedsländern erhobene Steuern und Abgaben sein, die aufgrund der grenzüberschreitenden Natur der mit Treibhausgasemissionen verbundenen Externalitäten sowie eines möglichen Steuerwettlaufs nach unten im nationalen Alleingang nicht oder nur unzureichend erhoben werden können: etwa Steuern auf den Flugverkehr.

Die aktuelle geopolitische Lage verstärkt den Druck auf die Umsetzung einer effektiven CO₂-Bepreisung in der EU, die möglichst auf den genannten vier Säulen beruht. Dabei ist eine möglichst rasche Implementierung der Fit-for-55-Vorschläge anzustreben. So sollte wie geplant bereits im kommenden Jahr 2023 mit der Einführung der revidierten Energiesteuerrichtlinie sowie des CBAM begonnen werden. Anfang Juni 2022 wurde im Europäischen Parlament die Erweiterung des EHS abgelehnt und die Abstimmung über den CBAM sowie den Klima-Sozialfonds zur Entlastung einkommensschwacher Haushalte verschoben. Eine Verwässerung dieser Reformvorhaben und ihre verspätete Einführung, die die Emissionszielerreichung weiter erschweren würde, ist nicht auszuschließen. Auch der Vorschlag der Kommission, im Rahmen des Mitte Mai veröffentlichten REPowerEU-Plans, der die

EU unabhängig von Energieimporten aus Russland machen soll, 20 Mrd. Euro aus der Versteigerung von Emissionszertifikaten aus der Marktstabilitätsreserve zu Erlösen, ist nicht unproblematisch: Die Versteigerung dieser Zertifikate, die eigentlich 2023 gelöscht werden sollten, führt zu höheren Emissionen und drückt den CO₂-Preis. Zudem sollen mit einem Teil der Mittel, die über die Aufbau- und Resilienzfähigkeit (ARF) an die Mitgliedsländer vergeben werden sollen, Gas- und Ölinfrastrukturprojekte finanziert werden.

Grüne Eigenmittel

Die Ökologisierung des Eigenmittelsystems der EU ist ein weiteres Element einer auf die grüne Transformation ausgerichteten Einnahmenpolitik auf EU-Ebene. In die jahrzehntealte Debatte um die Einführung innovativer Eigenmittel, die anders als das aktuelle hauptsächlich durch Beiträge der Mitgliedsländer finanzierte Eigenmittelsystem wichtige EU-Ziele unterstützen können, ist jüngst Bewegung gekommen:² So enthält die Interinstitutionelle Vereinbarung, auf die der Mehrjährige Finanzrahmen (MFR) 2021 bis 2027 sowie der Covid-19-Aufbauplan NextGenerationEU (NGEU) beruhen, einen Fahrplan für die schrittweise Einführung neuer, unter anderem auch grüner Eigenmittel. 2021 wurde in einem ersten Schritt ein neues plastik-basiertes Eigenmittel implementiert. Im Dezember 2021 lancierte die Kommission einen Vorschlag für weitere neue Eigenmittel, wonach unter anderem künftig 25% der Einnahmen aus dem EHS statt in die nationalen Haushalte in das EU-Budget fließen sollen, ebenso wie 75% der Einnahmen aus dem CBAM.

Die Einnahmen aus EHS und CBAM eignen sich besonders als Eigenmittelquellen zur Finanzierung der EU-Ausgaben (Fuest und Pisani-Ferry 2020): Sie stammen aus Unionspolitiken und können somit als »echte« Eigenmittel der EU gelten. Ihre Einführung sollte so rasch wie möglich erfolgen, und sie sollten durch zusätzliche grüne Eigenmitteloptionen – etwa die bereits angesprochenen Steuern auf den Flugverkehr – ergänzt werden. Neue grüne Eigenmittel sollten neben dem Schuldendienst für NGEU auch zur Mitfinanzierung des regulären EU-Budgets verwendet werden (Schratzstaller 2021a). So könnten die nationalen Beiträge der Mitgliedsländer reduziert werden, was wiederum Steuersenkungen und somit einen supranationalen grünen *tax shift* ermöglichte.

ÖKOLOGISIERUNG DER AUSGABEN AUF EU-EBENE

Das ausgabenseitige Herzstück auf EU-Ebene ist das EU-Budget im engeren Sinne, d.h. der MFR, der für die Periode 2021 bis 2027 ein Volumen von 1 074,3 Mrd. Euro (1,05% des EU-Bruttonationaleinkommens) um-

² Vgl. zu Details hierzu und zum Folgenden Schratzstaller et al. (2022).

fasst.³ Hinzu kommt in den Jahren 2021 bis 2026 das 2020 verabschiedete Covid-19-Aufbaupaket NGEU im Umfang von 750 Mrd. Euro.

Der Mehrjährige Finanzrahmen 2021 bis 2027

Der MFR wurde mit der Programmperiode 2014 bis 2020 explizit in den Dienst des Klimaschutzes gestellt. So wurde ein Klima-Mainstreaming eingeführt, in dessen Rahmen ein Ziel für Klimaschutzausgaben in Höhe von 20% aller Ausgaben festgelegt wurde. Im Investitionsplan für den europäischen Green Deal ist das EU-Budget eine der tragenden Säulen (Schratzenstaller 2021a). Die Ende 2020 erzielte endgültige Einigung auf den europäischen Aufbauplan, der neben dem MFR auch NGEU umfasst, sieht nun auf Drängen des Europäischen Parlaments eine Klima-Mainstreaming-Vorgabe von 30% der Gesamtausgaben vor, wobei die Zielvorgabe nach Ausgabenbereichen bzw. Programmen differiert. Darüber hinaus gilt neuerdings grundsätzlich das Do-No-Significant-Harm- (DNSH-) Prinzip, wonach Ausgaben nicht gegen Umweltziele verstoßen sollen.

Ergänzt wird die Klimaschutzvorgabe durch ein Biodiversitätsziel, wonach 2024 5% und 2026 und 2027 jeweils 10% der MFR-Ausgaben für die Förderung von Biodiversität ausgegeben werden sollen.

Obwohl der MFR einen steigenden Beitrag zum Klimaschutz liefern soll, wird sein Potenzial nicht ausgeschöpft. Der tatsächliche Beitrag vor allem der Gemeinsamen Agrarpolitik (GAP), aber auch der Kohäsions- und Infrastrukturfinanzierung zu den Klimazielen der EU in der letzten MFR-Periode 2014–2020 lag einem aktuellen Bericht des Europäischen Rechnungshofs (European Court of Auditors 2022) zufolge deutlich unter den angegebenen Werten. Der Anteil der Klimaausgaben an den Gesamtausgaben unterschritt danach mit etwa 13% merklich die Klima-Mainstreaming-Vorgabe von 20%.

Auch im aktuellen MFR dominieren nach wie vor die GAP sowie die Kohäsionspolitik mit jeweils gut 30% des gesamten EU-Budgets. In seinem erwähnten Bericht äußert der Europäische Rechnungshof insbesondere Zweifel daran, dass die GAP, die den größten Beitrag zum Klimaschutz leisten soll, tatsächlich die angestrebten 40% Klimaschutz-Ausgaben erreichen kann. Gleichzeitig ist der Spielraum für weitere Ausgabenbereiche, die wichtige Beiträge zum Klimaschutz leisten könnten, begrenzt. Dies gilt insbesondere für die Connecting Europe Facility, aus der unter anderem grenzüberschreitende Infrastruktur für Verkehr und Energieversorgung finanziert wird und deren Ausgabenanteil im Vergleich zum Vorgänger-MFR stagniert, und das Forschungsrahmenprogramm Horizon Europe, dessen Ausgabenanteil nur leicht steigt. Ein wirksamerer Beitrag des MFR zur grünen Transformation erfordert

einerseits eine Reduktion des Ausgabenanteils insbesondere der GAP, um mehr Mittel für die Connecting Europe Facility und das Forschungsrahmenprogramm (und hier insbesondere für grüne Forschung) freizumachen. Andererseits sind die GAP ebenso wie die Kohäsionspolitik stärker mit den Klimazielen zu verknüpfen.

Der Covid-19-Aufbauplan NextGenerationEU

Im Bereich Klimaschutz werden die MFR-Mittel durch jene aus NGEU ergänzt. Für NGEU insgesamt gilt eine Klima-Mainstreaming-Vorgabe von 30%. Das Herzstück von NGEU, die ARF, sieht vor, dass 37% der Ausgaben der Mitgliedsländer, die durch die ARF finanziert werden, in den Klimaschutz fließen. Laut ARF-Scoreboard liegen die Klimaschutzausgaben in den nationalen Aufbau- und Resilienzplänen, auf deren Grundlage die ARF-Mittel genehmigt werden, im EU-Durchschnitt mit etwa 40% der Gesamtausgaben leicht über der Klimamainstreaming-Vorgabe.

Auch hier gibt es allerdings einige kritische Punkte. So sind manche der beantragten Projekte so wenig konkret spezifiziert, dass nur schwer beurteilt werden kann, ob das auch hier geltende DNSH-Prinzip tatsächlich eingehalten wird und wie effektiv die beantragten Mittel zum Klimaschutz beitragen können. Zudem wurden von den Mitgliedsländern nur wenige grenzüberschreitende Projekte, die etwa im Bereich einer dekarbonisierten Verkehrsinfrastruktur von besonderer Bedeutung wären, beantragt. Auch können die durch den ARF unterstützten Klimainvestitionen nur einen Teil der bestehenden grünen Investitionslücke schließen, zumal das Programm 2026 ausläuft. Umso wichtiger ist es, im Rahmen des laufenden Monitoring-Prozesses sicherzustellen, dass die Mittel auch effektiv eingesetzt werden.

Der REPowerEU-Plan der Kommission, wonach bislang ungenutzte zinsvergünstigte ARF-Darlehen von 225 Mrd. Euro an die Mitgliedsländer für grüne Investitionen und Reformen vergeben werden können, könnte die Klimawirkungen der ARF deutlich stärken. Allerdings sollten neue CO₂-Lock-ins vermieden und nur in Dekarbonisierungsinfrastruktur investiert werden.

ÖKOLOGISIERUNG DER FISKALPOLITISCHEN GOVERNANCE AUF EU-EBENE

Die grüne Transformation stellt auch die EU-Governance vor Herausforderungen, insbesondere in Bezug auf die Fiskalregeln sowie das Europäische Semester.

Fiskalregeln

Um die grüne Investitionslücke zu schließen, sind angesichts deren Umfangs neben privaten Investitionen auch die öffentlichen Investitionen auszuweiten, was

³ Vgl. Bachtröglger-Unger et al. (2021) für einen Überblick über den MFR 2021–2027 und NGEU.

allerdings mit dem bestehenden fiskalischen Regelwerk auf EU-Ebene auf enge Grenzen stößt (Bénassy-Quéré 2022). Die Kommission hat gleich zu Beginn ihrer Amtszeit einen Diskussionsprozess mit dem Ziel einer Reform der Fiskalregeln angestoßen, die auch den steigenden Bedarf an (schuldenfinanzierten) grünen Investitionen berücksichtigt. Seither wurden in der Literatur eine Reihe von Vorschlägen formuliert und analysiert: eine grüne goldene Investitionsregel (Pekanov und Schratzenstaller 2020; Darvas und Wolff 2022), die Berücksichtigung grüner Investitionen im Rahmen der Ausweichklausel (Pekanov und Schratzenstaller 2020) oder ein ganzheitlicherer Ansatz, der neben der fiskalischen Nachhaltigkeit auch ökologische und makroökonomische Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt (Bénassy-Quéré 2022). Wegen der zusätzlichen budgetären Belastungen durch die Ukraine-Krise wurde die seit 2020 geltende Aussetzung der Fiskalregeln soeben bis Ende 2023 verlängert. Dieses Zeitfenster sollte für die Ausarbeitung einer Fiskalregel-Reform genutzt werden, die auch Spielraum für schuldenfinanzierte grüne Investitionen zur Beschleunigung der grünen Transformation schafft.

Europäisches Semester

Das Europäische Semester, das der Abstimmung der Wirtschafts-, Fiskal-, Arbeits- und Sozialpolitik innerhalb der EU dient, wurde in den letzten Jahren von einer relativ engen Fokussierung auf die Haushalts- und Wirtschaftspolitik auf weitere Politikbereiche erweitert. Ökologische Aspekte werden derzeit primär über die im Rahmen des Europäischen Semesters vorgenommene Überwachung der Umsetzung der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne berücksichtigt. Eine Ökologisierung des Europäischen Semesters, die im Zusammenhang mit der geplanten Reform des fiskalischen Regelwerks in der EU auf der Agenda steht, hätte die regelmäßige Überprüfung der grünen Investitionslücke, ökologisch kontraproduktiver Subventionen sowie einer an die Erfordernisse

der grünen Transformation angepassten Arbeitsmarktpolitik zu umfassen (Simons et al. 2022). Auch sollte ein gemeinsames Green Budgeting-Instrumentarium entwickelt werden, um die im Oktober an die Kommission übermittelten Haushaltsentwürfe der Mitgliedsländer auf ihren Beitrag zur ökologischen Nachhaltigkeit zu überprüfen.

LITERATUR

- Bachtrögler-Unger, J., M. Schratzenstaller und F. Sinabell (2021), »Der europäische COVID-19-Aufbauplan«, *WIFO-Monatsberichte* 94(4), 321–334.
- Bénassy-Quéré, A. (2022), »How to Ensure that European Fiscal Rules Meet Investment«, *VOXEU*, 6. Mai, verfügbar unter: <https://voxeu.org/article/how-ensure-european-fiscal-rules-meet-investment>.
- Darvas, Z. und G. Wolff (2021), »A Green Fiscal Pact: Climate Investment in Times of Budget Consolidation«, *Bruegel Policy Contribution* Nr. 18, Brüssel.
- Darvas, Z. und G. Wolff (2022), »How to Reconcile Increased Green Public Investment Needs with Fiscal Consolidation«, 7. März, verfügbar unter: <https://voxeu.org/article/how-reconcile-increased-green-public-investment-needs-fiscal-consolidation>.
- European Commission (2021), »Communication on The EU Economy After COVID-19: Implications for Economic Governance«, COM(2021)662 final, Brüssel.
- European Court of Auditors (2022), *Climate Spending in the 2014–2020 EU Budget. Not as High as Reported*, Luxemburg.
- Fuest, C. und J. Pisani-Ferry (2020), »Financing the EU: New Context, New Responses«, *EconPol Policy Report* Nr. 24.
- Kettner-Marx, C. und G. Feichtinger (2021), »Fit for 55? Das neue Klima- und Energiepaket der EU«, *WIFO-Monatsberichte* 91(9), 665–677.
- Pekanov, A. und M. Schratzenstaller (2020), *The Role of Fiscal Rules in Relation with the Green Economy*, European Parliament, Brüssel.
- Schatzenstaller, M. (2021a), »Stagnierender Mehrjähriger Finanzrahmen trotz zunehmender Herausforderungen«, *Wirtschaftsdienst* 101(2), 82–87.
- Schatzenstaller, M. (2021b), »Corona-Aufbauplan – großes Potenzial zur Stärkung des Zusammenhalts in der EU«, *ifo Schnelldienst* 74(2), 12–16.
- Schatzenstaller, M., D. Nerudová, V. Solilová, M. Holzner, P. Heimberger, N. Korpar, A. Maucorps und B. Moshhammer (2022), *New Own Resources: Possibilities and Limitations of Steering Effects and Sectoral Policy Co-benefits*, European Parliament, Brüssel.
- Simon, L., O. Herrmann, I. Juergens, S. Berendsen und L. Kaspar (2022), *Make EU Economic Governance Fit for Climate Neutrality: Time to Reform the European Semester*, Climate & Company, Berlin.
- Tagliapietra, S. (2021), »Fit for 55 Marks Europe's Climate Moment of Truth«, *Bruegel Blog*, 14. Juli, verfügbar unter: <https://www.bruegel.org/2021/07/fit-for-55-marks-europes-climate-moment-of-truth/>.

Paweł Tokarski

Der Krieg in der Ukraine und die Zukunft der Eurozone: Drei Szenarien

Der Krieg in der Ukraine ist eine neue Art von externem Schock mit systemischer Bedeutung. In der EU wird nicht nur das gesamte Modell der politischen und wirtschaftlichen Integration auf den Prüfstand gestellt, sondern auch die Art und Weise, wie wir über die Wirtschaft im Allgemeinen denken.

Putins Invasion ist auch ein Katalysator, der sowohl die negativen Auswirkungen früherer Krisen in der Eurozone, wie die Verschuldung des öffentlichen Sektors oder soziale Probleme, verstärkt als auch neue Krisen, wie die beschleunigte Energiewende oder die Nahrungsmittelknappheit, hervorruft. Diese Herausforderungen müssen in einer Welt bewältigt werden, die anstelle der projizierten Multipolarität immer mehr einem System ähnelt, das in zwei sich gegenüberstehende Blöcke mit gegensätzlichen Ansichten zu Demokratie, Menschenrechten, Marktfreiheiten oder Einstellungen zum Klimawandel aufgeteilt ist.

In diesem Zusammenhang kann man versuchen, drei Szenarien für die Entwicklung der Eurozone zu skizzieren: Fiskalunion, Zerfall und Status quo. Die Frage ist, ob eines von ihnen als das optimale für die Herausforderungen, vor denen die EU und der Euro stehen, angesehen werden kann.

DER WEG DER EUROZONE-FISKALUNION

Oft wird die Notwendigkeit einer Fiskalunion oder zumindest eines bedeutenden Konjunkturinstruments zur Unterstützung der Wirtschaft als Voraussetzung für die Stabilisierung des Euroraums betont. Das Hauptproblem ist jedoch die politische Umsetzbarkeit eines solchen Szenarios. Eine Fiskalunion würde vor allem die Bereitschaft zu dauerhaften Finanztransfers bedeuten. In einer kürzlich durchgeführten Umfrage in den Niederlanden sprachen sich nur 17% der Befragten dafür aus, anderen Mitgliedstaaten mit untragbaren Staatsschulden zu helfen (I&O Research 2022).

Etwas weiter fortgeschritten in den Integrationszenarien scheint das EU-weite (EU 27) Format zu sein, in dessen Rahmen der NextGenerationEU Fund (NGEU) mit 390 Mrd. Euro an nicht rückzahlbaren Beihilfen geschaffen wurde. Das SURE-Instrument, das ebenfalls innerhalb der EU 27 ins Leben gerufen wurde, ist trotz seines befristeten Charakters das erste Instrument zur Unterstützung der Konjunktur durch den Arbeitsmarkt. Die Schaffung eines ähnlichen Mechanismus wird im Euroraum schon seit langem lebhaft diskutiert. In jüngster Zeit ist ein vergleichbarer Vorschlag zur Einrichtung eines zyklischen Unterstützungsmechanismus innerhalb des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) aber auf wenig Resonanz bei den Eurostaaten gestoßen (Misch und Rey 2022).

Was macht die Länder also handlungsfreudiger für EU-weite Integrationsprojekte anstatt solche innerhalb der EU 19?

Paradoxerweise ist für die Länder des sogenannten Nordens, einschließlich Deutschlands, eine vertiefte fiskalische Integration im Format der EU 27 politisch »sicherer« als innerhalb der EU 19, da auch die mittel- und osteuropäischen (MOE-)Länder vertreten sind und ein politisches Gegengewicht zu den südlichen Ländern der Eurozone bilden. Außerdem würde eine tiefere Integration innerhalb der Eurozone, wie sie von Frankreich seit langem befürwortet wird, bedeuten, dass die MOE-Länder außerhalb der Eurozone, wie Polen, die Tschechische Republik oder Ungarn, die eine immer wichtigere Rolle in der Lieferkette für die deutsche Wirtschaft einnehmen, sich in »zweiter Reihe« der wirtschaftlichen Integration wiederfinden könnten.

Eine tiefere fiskale Integration würde auch eine engere politische Integration erfordern, beispielsweise in Form einer zusätzlichen Kammer des Europäischen Parlaments, was mit der bestehenden EU-Rechtsordnung nur schwer zu vereinbaren wäre, ganz zu schweigen von den damit verbundenen politischen Problemen. Im Zusammenhang mit dem NGEU wird häufig über die Einrichtung eines ständigen Fonds auf dessen Grundlage spekuliert. Dabei wird jedoch vergessen, dass die Verabschiedung des NGEU selbst, insbesondere in Finnland, nicht unproblematisch war und die Grenzen der Integration deutlich aufzeigt.

Wäre eine Fiskalunion die Antwort auf die gegenwärtigen und zukünftigen Sicherheitskrisen? Die Fähigkeit eines Währungsraums, Kapital für die Finanzierung militärischer Maßnahmen zur Erreichung erklärter politischer Ziele zu mobilisieren, wie es die USA vorgemacht haben, wäre von entscheidender Bedeutung. Die Eurozone schneidet in dieser Hinsicht dagegen schlecht ab, da sie kaum in der Lage ist, gemeinsame Finanzmittel zu mobilisieren. Die Erhöhung der Militärausgaben infolge des Krieges in der Ukraine erfolgt nicht etwa auf der Ebene der Eurozone, z.B. finanziert durch gemeinsame Emission von Anleihen, sondern in erster Linie auf der Ebene der Mitgliedstaaten, die unter anderem von der Aussetzung der EU-Fiskalregeln profitieren. Darüber hinaus ist der europäische Verteidigungsmarkt stark fragmentiert. So gibt es in Europa beispielsweise über zehn Typen von Kampfpanzern, wäh-



Dr. Paweł Tokarski

ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Bereich der Europäischen Währungsunion bei der Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin.

rend in den USA nur ein einziges Modell hergestellt wird. Es ist also schwierig, bedeutsame Skaleneffekte zu erzielen. Angesichts des wachsenden Misstrauens der östlichen und nördlichen EU-Flanken gegenüber der Rolle Deutschlands und Frankreichs im Krieg in der Ukraine ist eher mit einer engeren wirtschaftlichen und militärischen Zusammenarbeit der EU-»Frontstaaten« mit den USA oder anderen Waffenexporteuren wie Südkorea zu rechnen, was die Fragmentierung des Rüstungsmarktes weiter verstärken wird.

DER WEG DER DESINTEGRATION: IST DER EURO UNUMKEHRBAR?

Da das Szenario der fiskalischen Integration schwer umzusetzen ist, stellt sich die Frage nach den Desintegrationskräften. Als die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) in Europa geschaffen wurde, ging man davon aus, dass die Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten allmählich zunehmen würde. 20 Jahre nach der Einführung der gemeinsamen Währung ist der Euroraum aber immer noch ein Gebiet mit ziemlich starken wirtschaftlichen Divergenzen, die durch aufeinanderfolgende Krisen sogar noch verstärkt wurden. Wirtschaftliche Divergenz in einem Währungsgebiet ist insofern problematisch, als sie zu sozialen Unterschieden führt, was sich wiederum auf die Vielfalt der politischen Ziele und Instabilität innerhalb der WWU auswirkt.

Ein erstes Auflösungsszenario könnte der bewusste Austritt eines Landes aus dem Währungsraum sein. Eine solche Entscheidung würde nicht unbedingt zu einer vollständigen Umstellung auf eine neue Währung führen, sondern beispielsweise zur Einführung einer Parallelwährung neben dem Euro, wie es beispielsweise in Italien vorgeschlagen wurde (Papadia und Roth 2018). Im Falle einer stärkeren, wettbewerbsfähigen Wirtschaft ist ein solcher Ausstieg durchaus möglich, aber auch mit dem Risiko einer Aufwertung der neuen Währung verbunden. Im Falle einer weniger wettbewerbsfähigen Wirtschaft würde die neue Währung sofort an Wert verlieren, und die Bürger würden in Erwartung eines solchen Szenarios zu den Banken eilen, um ihre Ersparnisse in Euro abzuheben. Dies würde das Bankensystem vor große Probleme stellen (Tokarski 2018).

Der zweite Weg ist der unbeabsichtigte Austritt. Dies ist eine Entwicklung, bei der ein Land trotz des erklärten Wunsches, im gemeinsamen Währungsraum zu bleiben, diesen verlässt und eine neue Währung einführen muss. Ein solches Szenario könnte eintreten, wenn eine Kombination ungünstiger Faktoren zusammentrifft: die Wahl einer populistischen Partei in einem großen Mitgliedstaat, eine heftige Reaktion der Finanzmärkte, das Ausbleiben einer raschen Reaktion auf politischer Ebene in dem betreffenden Mitgliedstaat und die fehlende oder verspätete finanzielle Unterstützung durch den ESM bzw. der Europäischen Zentralbank. In einem solchen Fall könnte eine

sich selbst verstärkende Dynamik entstehen, deren Eindämmung finanziell und politisch sehr kostspielig wäre. Da der Zerfall der Eurozone enorme wirtschaftliche Probleme und sogar den Zusammenbruch des Binnenmarktes bedeuten würde, ist es schwer vorstellbar, dass ein solches Szenario der EU oder einzelnen Mitgliedstaaten helfen würde, ihre Sicherheit zu verbessern oder die Energiekrise effektiver zu bewältigen.

Während des französischen Präsidentschaftswahlkampfes 2022 hat Marine Le Pen nicht den Austritt aus der Eurozone angekündigt, ganz im Gegenteil. In Wahrheit blieb Le Pens wirtschaftliche Agenda jedoch unvereinbar mit der EU-Mitgliedschaft, geschweige denn mit der gemeinsamen Währung. Im Jahr 2022 konnte Emmanuel Macron die Mehrheit der Wählerschaft überzeugen. Werden die Auswirkungen seiner Reformen die richtige Grundlage für eine pro-europäische Nachfolge bilden, die sich im Jahr 2027 dem französischen Populismus stellen muss, der durch die Covid-Pandemie, Energiekrise- und Inflation gestärkt wird?

DER WEG DES STATUS QUO: HIN ZUR IRRELEVANZ?

Bereits in den frühen 1980er Jahren wurden Zweifel an der Möglichkeit geäußert, eine dauerhafte wirtschaftliche Konvergenz in den Europäischen Gemeinschaften zu erreichen, und es wurde vielmehr auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Divergenzen zu verwalten, da es schwierig sei, sie zu beseitigen, wie Hodges und Wallace (1981) argumentieren. Trotz der Einführung einer gemeinsamen Bankenaufsicht und der Schaffung eines ständigen Unterstützungsmechanismus (ESM) ist der Euroraum auch heute noch ein Gebiet, das sich durch fiskalische Dezentralisierung auszeichnet. Gegenwärtig wird die Integration der Fiskalpolitik eher in der Stärkung der nationalen Fiskalrahmen als in der Schaffung supranationaler Instrumente gesehen (Debrun und Reuter 2022).

Kann der Euroraum als dezentraler Fiskalraum überleben? Dies hängt von verschiedenen Faktoren ab: der Fähigkeit, die Wirtschaftsmodelle der größten Mitgliedstaaten zu modernisieren, der Häufigkeit und Tiefe externer Schocks und möglichen Alternativen zur gemeinsamen Währung. Vor allem der letzte Punkt ist sehr interessant. Ist es denkbar, dass die Euro-Währung in Zukunft nicht mehr gebraucht wird? Bereits in den 1940er Jahren postulierte J.M. Keynes die Einführung der Währungsintegration auf einer anderen Ebene, indem er den sogenannten Bancor als internationales Zahlungsmittel einführte. Während die Einführung einer solchen Währung als interessante intellektuelle Übung betrachtet werden kann, werden Kryptowährungen (paradoxe Weise heißt eine davon Bancor) am häufigsten im Zusammenhang mit der Bedrohung der Währungssouveränität der EU und der Eurozone erwähnt. Der derzeitige Entwicklungssprung der Digitalisierung, einschließlich moderner

Zahlungssysteme, zeigt, dass Szenarien vorstellbar sind, in denen in Zukunft Währungen, die auf Wirtschaftsplattformen (Meta, Amazon) basieren, zu einer teilweisen Verdrängung der traditionellen Währungen führen können. Trotz des Kursabsturzes der wichtigsten Kryptowährungen im Mai 2022 scheinen sie nicht zu verschwinden, da sie in mancher Hinsicht viel attraktiver sind als traditionelle Währungen. Mit ihrer Hilfe wird derzeit unter anderem versucht, die Sanktionen gegen Russland zu umgehen, denen die EU durch Regulierungsprozessen zu begegnen versucht.

Der Krieg in der Ukraine hat die Eurozone in einen anderen Kontext gestellt, nämlich in den der harten Sicherheit. In diesem Umfeld wird die Wirtschaftspolitik dem Bedürfnis der Bevölkerung nach Sicherheit untergeordnet, was sich auf die Eurozone in zweierlei Hinsicht auswirkt. Einerseits wird sie zu einem wichtigen Element des Sicherheitsmixes, da sie nicht nur eine stärkere politische Anbindung beispielsweise der EU-Peripheriestaaten (insbesondere Finnlands und der baltischen Staaten) an den Rest der EU gewährleistet, sondern auch, wie Polen und Ungarn zu Beginn der russischen Invasion schmerzlich feststellen mussten, die Wechselkursstabilität sichert. Andererseits ist die EU 19 nicht das richtige Format und hat nicht die angemessenen Instrumente, um auf diese Krise zu reagieren. Es erwies sich zudem als unmöglich, geldpolitische Instrumente einzusetzen, z.B. einen Währungsswap für die ukrainische Zentralbank durchzuführen oder die Konvertibilität der ukrainischen Währung (Hrywnja) für ukrainische Flüchtlinge durch die Zentralbanken des Eurosystems zu gewährleisten. Außerdem ist die EZB kaum in der Lage, die derzeitige hohe Inflation zu bekämpfen, die vor allem auf die hohen Kosten für Energieressourcen und Nahrungsmittel zurückzuführen ist, was sich negativ auf ihr Ansehen auswirken könnte. Um die Nahrungsmittelkrise zu mildern, sind militärische Mittel und die Schaffung eines sicheren Korridors für den Lebensmittelexport aus der Ukraine erforderlich. Darüber hinaus haben geld- und fiskalpolitische Instrumente in akuten Sicherheitskrisen, in denen es auf die Geschwindigkeit der Waffenlieferungen oder die Mobilisierung eigener militärischer und logistischer Ressourcen ankommt, wenig Bedeutung.

Die derzeitige Sicherheitskrise hat ebenso wie die jüngste Covid-Krise gezeigt, dass der US-Dollar nach wie vor als sichere Anlage angesehen wird. Trotz der Prognosen über die abnehmende Bedeutung des Dollar und der Anzeichen für eine Diversifizierung der Devisenreserven oder eine Regionalisierung des Währungssystems ist ein Nachlassen der Begeisterung für die US-Währung kaum zu erwarten.

FEHLEN EINER GEMEINSAMEN VISION ALS HERAUSFORDERUNG FÜR ZUKUNFT DES EUROS

Leider bietet keiner der vorgestellten Wege zur Entwicklung der gemeinsamen Währung eine Antwort auf die Herausforderungen der europäischen Integration. Es besteht die Gefahr, dass die Eurozone zu einem Projekt ohne Perspektive wird, das mangels einer glaubwürdigen Alternative aus Angst fortbesteht. Die aktuellen Veränderungen der geopolitischen Lage zeigen, dass eine gemeinsame Währungsbehörde ohne eine zentralisierte politische und militärische Macht oder zumindest eine einheitliche Vision der geopolitischen Rolle der EU nur von begrenztem Nutzen sein wird. Ohne eine aufrichtige und klare Vision, insbesondere der größten Mitgliedstaaten, die EU als unabhängigen geopolitischen Akteur und nicht nur als Instrument zur Durchsetzung ihrer eigenen nationalen Interessen zu betrachten, wird die Frage des Euro nur im Falle erneuter Erweiterungen oder einer Rückkehr zur Instabilität wieder in die Schlagzeilen geraten.

REFERENZEN

- Debrun X. und W. H. Reuter (2022), »Fiscal Is Local: EU Standards for National Fiscal Frameworks«, *VoxEU*, 24 Januar.
- Hodges M. und M. Wallace (Hrsg. 1981), *Economic Divergence in the European Community*, Allen & Unwin, London.
- I&O Research (2022), »Nederlanders: EU is er voor urgente, overstijgende vragen«, 2 Mai, verfügbar unter: <https://www.ioresearch.nl/actueel/nederlanders-eu-is-er-voor-urgente-overstijgende-vragen/>.
- Misch F. und M. Rey (2022), »The Case for a Loan-Based Euro Area Stability Fund«, Discussion Paper Series/20, European Stability Mechanism.
- Papadia F. und A. Roth (2018), »Mini-BOT in the Government Programme of the Five Star Movement and the League«, Bruegel, Blog Post, 5 Juni.
- Tokarski, P. (2018), *Deutschland, Frankreich und Italien im Euroraum: Ursprünge, Merkmale und Folgen der begrenzten Konvergenz*, SWP-Studie 2018/S 25, 10 Dezember, Berlin.
- Tokarski P. und A. Wiedmann (2021), *Das Corona-Schuldenproblem in der Eurozone. Grenzen der Stabilisierung durch die Geldpolitik und die Suche nach Alternativen*, SWP-Aktuell 2021/A 24, 19 März, Berlin.

Christa Schweng

Europa braucht eine wettbewerbsfähige, integrative, widerstandsfähige und nachhaltige Wirtschaft

2020 rutschte Europa in die tiefste Rezession seiner Geschichte. Seitdem haben wir mit den wirtschaftlichen und sozialen Folgen der Pandemie zu kämpfen. Nun ist Europa mit einer weiteren, ganz anders gearteten Krise konfrontiert, nämlich mit dem Krieg in der Ukraine und den wirtschaftlichen und sozialen Folgen der ungerechtfertigten russischen Invasion. Auch wenn das ganze Ausmaß noch nicht abzusehen ist, scheint dieser Krieg doch den Aufschwung in Europa zu gefährden, der sich noch in einer frühen und fragilen Phase befindet. Während die vorsichtig optimistischen Wirtschaftsprognosen für den Winter 2022 von einem robusten und dauerhaften Aufschwung ausgingen, musste die Europäische Kommission in ihrer Frühjahrsprognose 2022 die Wachstumsaussichten der EU nach unten, die Inflationsprognose jedoch nach oben korrigieren.

Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen und anderen Schocks ist insbesondere seit der Finanzkrise Ende der 2000er Jahre und den wirtschaftlichen, sozialen und politischen Narben, die sie hinterlassen hat, zu einem politischen Ziel in der EU geworden. Seit dieser Zeit sind in der Politikgestaltung angesichts der Herausforderungen des ökologischen und des digitalen Wandels die Nachhaltigkeits- und Resilienzanforderungen in den Vordergrund gerückt. Eine weitere Lehre aus den Krisen ist, dass fehlende wirtschaftliche und soziale Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten und Regionen die politische Nachhaltigkeit des europäischen Projekts bedroht. Vor diesem Hintergrund muss die EU einen Weg finden, um sowohl die großen strukturellen Herausforderungen zu meistern als auch den Wohlstand für die Menschen in Europa zu sichern.

EIN RAHMEN FÜR DIE BEWÄLTIGUNG STRUKTURELLER HERAUSFORDERUNGEN UND DIE FÖRDERUNG DES WOHLSTANDS

Der Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss (EWSA) plädiert für einen auf Wohlstand orientierten politischen Rahmen und unterstützt die EU-Agenda für »wettbewerbsfähige Nachhaltigkeit«.



Christa Schweng

ist Präsidentin des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses.

Diese Agenda basiert auf ökologischer Nachhaltigkeit, Produktivität, Fairness und makroökonomischer Stabilität, denen jeweils der gleiche Stellenwert eingeräumt werden sollte, um die angestrebten, sich gegenseitig verstärkenden Effekte zu erzielen. Dies sollte mit Maßnahmen

zur Vermeidung von unlauterem Steuerwettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten und mit der Umsetzung der europäischen Säule sozialer Rechte einhergehen.

Der Krieg in der Ukraine und die von ihm unmittelbar ausgehenden Risiken für die europäische und globale Wirtschaft stellen die Ziele des Aufbauinstruments NextGenerationEU und der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne nicht in Frage. Ganz im Gegenteil, er sollte die europäischen Institutionen und die Regierungen der Mitgliedstaaten dazu veranlassen, die Umsetzung und Durchsetzung der Pläne sowie die damit verbundenen Zukunftsinvestitionen und Reformen zu beschleunigen.

Parallel dazu darf die Agenda der EU für den »Grünen Deal« nicht aus den Augen verloren werden. Es gilt, das Wachstum zu unterstützen, die Dekarbonisierung des Energiesystems voranzutreiben und die strategische Autonomie der Europäischen Union zu stärken. Ziel ist es, die Abhängigkeiten der EU in Bezug auf Energie, kritische Rohstoffe und Lebensmittel zu verringern. Angesichts der enormen öffentlichen und privaten Investitionen, die nötig sind, um die Ziele des »Grünen Deals« zu erreichen und die erforderliche gerechte und alle einbeziehende Energiewende zu verwirklichen, schlägt der EWSA vor, die Schaffung eines neuen Instruments für Finanzinvestitionen zu prüfen. Ein solches Instrument könnte die besten Elemente des Aufbau- und Resilienzfonds und des EU-Investitionsprogramms »InvestEU« in sich vereinen, um die Dynamik des laufenden ökologischen und digitalen Wandels zu stärken.

WIRTSCHAFTSPOLITISCHE KOORDINIERUNG ZUR UNTERSTÜTZUNG DER WACHSTUMSAGENDA

Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik effizient stärken und koordinieren, makroökonomische Ungleichgewichte wirksam angehen und solide öffentliche Finanzen sicherstellen. Gleichzeitig müssen sie die Qualität und Zusammensetzung ihrer öffentlichen Investitionen verbessern, um die notwendigen Finanzmittel zur Unterstützung des sozioökologischen Wandels der Wirtschaft bereitzustellen und so Vollbeschäftigung, hochwertige Arbeitsplätze und gerechte Übergänge zu gewährleisten.

Die EU-Mitgliedstaaten müssen über einen angemessenen haushaltspolitischen Spielraum verfügen, um den negativen wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen des Krieges in der Ukraine entgegenwirken zu können. Dies unterstreicht erneut die Notwendigkeit, den Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung der EU zu überarbeiten. Der EWSA bekräftigt

seine Warnung vor einer vorzeitigen Deaktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts und betont, dass der Umfang der Wirtschaftstätigkeit sowie die sozialen Indikatoren im Vergleich zum Vorkrisenniveau sorgfältig geprüft werden müssen, bevor die Klausel aufgehoben wird. Es ist daher zu begrüßen, dass die Kommission im Rahmen des Frühjahrspakets des Europäischen Semesters vorgeschlagen hat, die Aussetzung der EU-Vorschriften über öffentliche Schulden und Haushaltsdefizite bis Ende 2023 zu verlängern.

Der EWSA ist sich der enormen Schwierigkeiten bewusst, die unter den gegebenen Umständen bei der Umsetzung einer Wirtschaftspolitik bestehen, die die Inflation senken und zugleich mittel- und langfristig Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sichern soll. Die europäischen Institutionen, die nationalen Regierungen und die Europäische Zentralbank müssen in enger Abstimmung untereinander handeln und die notwendigen Maßnahmen auf den Weg bringen, um sicherzustellen, dass die Abkehr von der expansiven Geld- und Finanzpolitik nicht zu einer neuen Rezession führt.

Der EWSA fordert einen überarbeiteten und neu austarierten wohlstandsorientierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen, in dem nachhaltiges und integratives Wachstum, Vollbeschäftigung, eine wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft und stabile öffentliche Finanzen einen gleich hohen Stellenwert einnehmen. Ein solcher Rahmen sollte Prozyklizität und asymmetrische Effekte in den Mitgliedstaaten vermeiden und den Wohlstand, die Resilienz und die globale Wettbewerbsfähigkeit der EU-Wirtschaft stärken.

Der EWSA ist der Auffassung, dass im Rahmen der Reform der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts realistische Defizit- und Schuldenziele festgelegt und die öffentlichen Investitionen gestärkt werden sollten. Die goldene Regel für öffentliche Investitionen und die Festlegung flexibler, an die spezifischen Gegebenheiten der einzelnen Länder angepasster Wege zur Erreichung der Ziele für den Abbau der Staatsschulden sollten ebenfalls vorgesehen werden.

Neben makroökonomischen Ungleichgewichten gilt es, soziale Ungleichgewichte nicht aus den Augen zu verlieren und die entsprechenden Diskussionen fortzuführen.

TERRITORIALER ZUSAMMENHALT: EINE ZENTRALE SÄULE FÜR GEMEINSAMEN WOHLSTAND

Die EU muss sich weiterhin für den Abbau territorialer Ungleichheiten einsetzen. Die wirtschaftlichen und sozialen Folgen des Krieges werden sich unterschiedlich auf die EU-Mitgliedstaaten und ihre Regionen auswirken. Mehrere Millionen Ukrainer waren gezwungen, ihre Häuser und Wohnungen zu verlassen. Die Anrainerstaaten der Ukraine und deren organisierte Zivilgesellschaft unternahmen enorme Anstrengungen, den ukrainischen Flüchtlingen zu helfen. Es darf nicht ver-

gessen werden, dass die Mitgliedstaaten, die mit den größten Flüchtlingswellen konfrontiert sind, auch zu denen gehören, die strukturelle Probleme haben und in denen bereits vor dieser Krise ein enormer Bedarf an Aufwärtskonvergenz und einer Stärkung des wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalts bestand.

Solidarität und gemeinsames europäisches Handeln zur Abmilderung der neuen wirtschaftlichen und sozialen Härten werden von entscheidender Bedeutung sein. Für die lokale Wirtschaft wird es äußerst schwierig sein, die strukturellen Herausforderungen zu meistern, die sich aus dem digitalen Wandel und der Ökologisierung der Wirtschaft ergeben. Angesichts der schwerwiegenden Auswirkungen der hohen Energiepreise und der explodierenden Inflationsraten werden gezielte horizontale Maßnahmen und Unterstützungsprogramme erforderlich sein, damit die lokale Wirtschaft diese Herausforderungen bewältigen kann.

Wir dürfen niemanden zurücklassen, und deshalb muss der wirtschaftliche, soziale und territoriale Zusammenhalt im Mittelpunkt der gemeinsamen Bemühungen der EU stehen, eine wettbewerbsfähige, integrative, ökologisch und sozial nachhaltige europäische Wirtschaft zu schaffen.

STÄRKUNG DES EUROPÄISCHEN SEMESTERS UND VERSTÄRKTE EINBEZIEHUNG DER EUROPÄISCHEN ZIVILGESELLSCHAFT

Um eine wirtschaftlich florierende, sozial inklusive und ökologisch nachhaltige Europäische Union zu schaffen, müssen wir das Europäische Semester weiter ausbauen. Wird die Einhaltung der angekündigten Reformen zur Bedingung für die Auszahlung von Zuschüssen aus der Aufbau- und Resilienzfazilität gemacht, erhalten die länderspezifischen Empfehlungen mehr politisches Gewicht. Sie müssen auf die spezifischen Erfordernisse und Bestrebungen der europäischen Regionen zugeschnitten sein. Der EWSA begrüßt die Fokussierung auf die Grundsätze der europäischen Säule sozialer Rechte, ist jedoch der Ansicht, dass unklar bleibt, inwieweit sich dieser Schwerpunkt tatsächlich in den länderspezifischen Empfehlungen und in den nationalen Aufbau- und Resilienzplänen niederschlagen wird.

Angesichts der Verflechtungen zwischen den verschiedenen Aspekten einer widerstandsfähigen und nachhaltigen Wirtschaft kann die EU ihre ehrgeizigen Ziele nicht ohne die demokratische und wirksame Beteiligung der europäischen organisierten Zivilgesellschaft verwirklichen. Daher fordert der EWSA Mindeststandards für die Konsultation der Sozialpartner und der Zivilgesellschaft. Die Einbeziehung der repräsentativen Organisationen der Sozialpartner und der Zivilgesellschaft in die Politikgestaltung und die Umsetzung von Maßnahmen in allen Bereichen sollte sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene verstärkt werden. Je stärker die Steuerzahler – Arbeitgeber wie Arbeitnehmer – in die Gestaltung

der Zukunftspolitiken und -investitionen einbezogen werden, desto höher auch die Akzeptanz notwendiger Maßnahmen insbesondere im Hinblick auf den erforderlichen digitalen und grünen Wandel.

FAZIT

Europa braucht eine wettbewerbsfähige, integrative, widerstandsfähige und nachhaltige Wirtschaft, um die wirtschaftlichen und sozialen Folgen der Pandemie sowie des Kriegs in der Ukraine zu bekämpfen. Es gilt, den richtigen Rahmen für die Bewältigung struktureller Herausforderungen und die Förderung des

gemeinsamen Wohlstands zu setzen. Effizienz und Koordinierung der EU-Wirtschaftspolitik, territorialer Zusammenhalt sowie eine Stärkung des Europäischen Semesters unter wirksamer Beteiligung der organisierten Zivilgesellschaft sind wesentliche Säulen dafür. Nachhaltige Zukunftsinvestitionen und Reformen mittels »NextGenerationEU« und der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne sind zu beschleunigen. Solidarität und gemeinsames europäisches Handeln können neue wirtschaftliche und soziale Härten abfedern und damit konkret den Mehrwert des europäischen Projekts unter Beweis stellen.