

Sigl-Glöckner, Philippa; Krahe, Max; Kern, Florian; Schuster, Florian

## Research Report

# Zur Weiterentwicklung der europäischen Fiskalregeln

Fachtexte

### Provided in Cooperation with:

Dezernat Zukunft - Institute for Macroeconomics, Berlin

*Suggested Citation:* Sigl-Glöckner, Philippa; Krahe, Max; Kern, Florian; Schuster, Florian (2022) : Zur Weiterentwicklung der europäischen Fiskalregeln, Fachtexte, Dezernat Zukunft e.V., Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/277895>

#### 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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>

## Zur Weiterentwicklung der europäischen Fiskalregeln

@ Philippa Sigl-Glöckner, Max Krahé, Florian Kern, Florian Schuster<sup>1</sup>

[Philippa.sigl-gloeckner@dezernatzukunft.org](mailto:Philippa.sigl-gloeckner@dezernatzukunft.org)

📅 05.05.2022

### Executive Summary

Es ist Konsens, dass die europäischen Fiskalregeln einer Weiterentwicklung bedürfen. In diesem Papier formulieren wir Reformideen, die darauf abzielen, innerhalb des bestehenden primärrechtlichen Rahmens Schuldenstände zu senken, nachhaltiges Wachstum zu ermöglichen und die Souveränität Europas zu stärken. Das gegenwärtige Regelwerk führt zu einem suboptimalen Trade-off zwischen Sparpolitik und Wachstum. Im Zentrum unserer Vorschläge stehen daher zwei Ideen: erstens die stärkere Berücksichtigung des Primärdefizits im korrektiven und im präventiven Arm; und zweitens eine Vereinfachung und Überarbeitung des präventiven Arms, insbesondere der Schätzung des Produktionspotenzials. Diese Weiterentwicklungen würden die Gefahr kontraktiver Austerität verringern und Wachstum sowie Schritte in Richtung wirtschaftlicher Konvergenz ermöglichen, ohne das Ziel der Schuldenreduktion aus den Augen zu verlieren. Ein klarerer Fokus der Fiskalpolitik auf die Primärdefizite würde außerdem die Abgrenzung zwischen Fiskal- und Geldpolitik wieder schärfen, da die Geldpolitik keinen direkten Einfluss auf den Primärsaldo hat. Zuletzt argumentieren wir, dass ernsthafte europäische Souveränitätsbestrebungen einer größeren Reform bedürften. Dies gilt insbesondere mit Blick auf eine mechanisch begrenzte Schuldenquote, die nicht mehr auf Basis der Vermeidung fiskalischer Dominanz rechtfertigbar ist.

#EUROPA

#FISKALPOLITIK

#GELDPOLITIK

<sup>1</sup> Max Krahé, Florian Kern und Philippa Sigl-Glöckner ([philippa.sigl-gloeckner@dezernatzukunft.org](mailto:philippa.sigl-gloeckner@dezernatzukunft.org)) sind Direktoren des Dezernat Zukunft, Florian Schuster ist Research Economist beim Dezernat Zukunft. Wir danken Leonie Heuer für ihre präzisen Recherchen, Gerrit Schröter für die Unterstützung bei der Publikation, Lucas Guttenberg, Dario Guarascio, Philipp Heimberger, Sam de Muijnck, René Repasi, Pola Schneemelcher, Annamaria Simonazzi, Sander Tordoier, Janina Urban, Vinzenz Zieseemer und weiteren anonymen Reviewern für äußerst hilfreiche Kommentare und Feedback sowie Open Philanthropy für die Finanzierung unserer Arbeit zu diesem Thema.

## Einführung und Überblick

Es besteht Konsens, dass die europäischen Fiskalregeln einer Weiterentwicklung bedürfen. Im Folgenden skizzieren wir (i) den gegenwärtigen makroökonomischen Kontext in der EU mit Schwerpunkt Eurozone, (ii) Zielsetzungen für eine Weiterentwicklung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) sowie (iii) einen Vorschlag, wie sowohl der korrektive als auch der präventive Arm weiterentwickelt werden könnten. Zielsetzung unseres Vorschlags ist, beide Arme des SWPs zu effektiveren Leitplanken für eine Fiskalpolitik zu machen, die Schuldenstände senkt, nachhaltiges Wachstum ermöglicht und die Souveränität Europas – soweit im jetzigen primärrechtlichen Rahmen möglich – stärkt.

Die Analyse zeigt, dass die Fiskalregeln in den Jahren vor der Coronakrise mit Blick auf Defizitreduktion durchaus erfolgreich waren. Gleiches gilt jedoch nicht für Schuldenquoten, die insbesondere in Staaten in *Excessive Deficit Procedures* zumeist weiter stiegen. Das liegt unter anderem (1) an einer fehlenden Optimierung des Trade-offs zwischen Budgetsaldo und Wachstum und (2) an seit der Schuldenkrise auftretenden hohen Risikoaufschlägen auf bestimmte Staatsanleihen. Diese neu auftretenden Risikoaufschläge sind die Konsequenz des institutionellen Designs der Eurozone.

Um sowohl (1) als auch (2) zu adressieren, schlagen wir für den korrektiven Arm des SWPs ein dreistufiges Verfahren vor. Die erste Stufe besteht wie bisher in einer Überprüfung, ob das gesamtstaatliche Defizit bei weniger als 3 % des BIPs liegt. Sollten Staaten die 3%-Defizitgrenze überschreiten, wird anhand des Primärdefizits in einer zweiten Stufe entschieden, ob ein *Excessive Deficit* vorliegt. Die zulässige Primärdefizitgrenze wird dabei so festgelegt, dass sie mit großer Wahrscheinlichkeit zur Schuldenreduktion führt. Diese Primärdefizitgrenze wird öffentlich kommuniziert. So werden Unsicherheit und problematische Marktreaktionen reduziert. Sollten Staaten auch diese Primärdefizitgrenze überschreiten, werden – wie bereits heute faktisch der Fall – das *Medium-Term Budgetary Objective* (MTO) und der *Fiscal Effort* aus dem präventiven Arm als Entscheidungskriterium in einer dritten Stufe herangezogen.

Damit der präventive Arm ein zielführendes Entscheidungskriterium darstellen kann, schlagen wir eine Überarbeitung der Potenzialschätzung vor. Diese geht in die Berechnung des strukturellen Defizits ein und bestimmt, bis zu welcher Auslastung Staaten ihre Wirtschaft fiskalpolitisch unterstützen dürfen. Um zu vermeiden, dass der präventive Arm Wirtschaften in einem suboptimalen Gleichgewicht mit permanenter Unterauslastung festhält, ist es zentral, dass die Potenzialschätzung zumindest annähernd das tatsächliche Potenzial der Wirtschaft erfasst. Darüber hinaus schlagen wir eine Reform der *Investment Clause* vor, die an die in NextGenEU kodifizierten Prioritäten sowie die veränderte geopolitische Lage angepasst werden sollte.

Die vorgeschlagene Reform sollte nicht nur zu einer effektiveren Reduktion von Schuldenquoten, sondern auch wieder zu einer klareren Aufgabenteilung zwischen Fiskal- und Geldpolitik führen.

Sollte sich die Politik entscheiden, ernsthaft eine Stärkung europäischer Souveränität zu verfolgen, werden die hier aufgeführten Vorschläge nicht ausreichen. Dazu bedürfte es einer fundamentaleren Reform, insbesondere mit Blick auf die mechanische Begrenzung öffentlicher Verschuldung. Diese wäre nicht nur nötig, sondern auch möglich: Das bisherige Argument zur Begrenzung der Schuldenquote baut auf einer Theorie fiskalischer Dominanz auf, die mittlerweile widerlegt ist.

## Makroökonomischer und institutioneller Kontext

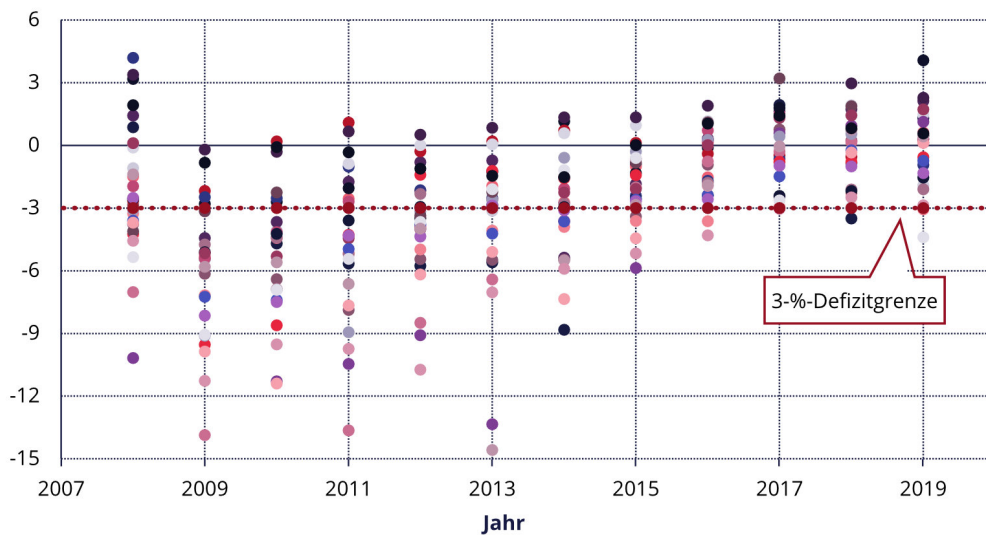
**Effektivität des fiskalpolitischen Regelwerks:** Seit es den SWP gibt, gibt es eine Debatte über seine Effektivität. Die Diskussion intensivierte sich in der europäischen Schuldenkrise, die teils als Ergebnis unzureichender Disziplinierung öffentlicher Finanzen gesehen wird (zum Beispiel [Schuknecht 2011](#)).<sup>2</sup>

Definiert man Effektivität als Einfluss auf den fiskalpolitischen Kurs von Regierungen, erscheint insbesondere die quantitative Beschränkung des Defizits auf 3 % – laut European Fiscal Board (EFB) zentraler Ansatz der Haushaltsüberwachung durch die EU-Kommission<sup>3</sup> – nicht ohne Folgen geblieben zu sein. Das zeigt sich sowohl in historischer Betrachtung als auch im Vergleich zu den Entwicklungen in den USA und Japan ([Kamps und Leiner-Killinger, 2019](#)).

### Defizit

In Prozent des BIPs, Punkte entsprechen einzelnen Staaten

Prozent



### Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzien

Abbildung 1: Defizit; Quelle: Ameco

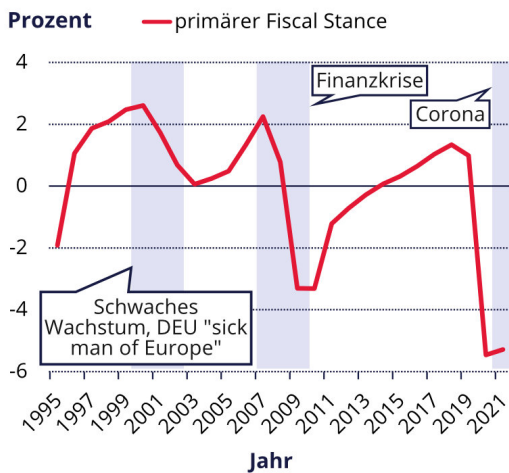
<sup>2</sup> Eine weitere Erklärung mit breiter Resonanz in der Wissenschaft ist der plötzliche Stopp grenzüberschreitender privater Kapitalflüsse, amplifiziert durch mangelhafte Bankenregulierung sowie die geldpolitische Architektur der Eurozone ([De Grauwe 2013, Baldwin et al. 2015](#)).

<sup>3</sup> „the 3% deficit ceiling will remain a focal point of Commission monitoring and it will remain in the centre stage of the political interactions within countries, among governments and of governments with the Commission“ ([EFB, 2021](#)).

Zudem fällt ins Auge, dass die europäischen Staaten nach der Finanzkrise ihre Primärdefizite – den Teil des Budgets, den sie direkt kontrollieren, also Defizite minus Finanzierungskosten – trotz einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung schnell reduzierten und von 2014 bis zum Beginn der Coronakrise Primärüberschüsse erwirtschafteten (siehe Abbildung 2).<sup>4</sup> Kamps und Leiner-Killinger führen die Effektivität des 3%-Werts darauf zurück, dass diese Obergrenze einfach zu verstehen und überwachen sei, sowohl durch Märkte als auch durch die Öffentlichkeit.

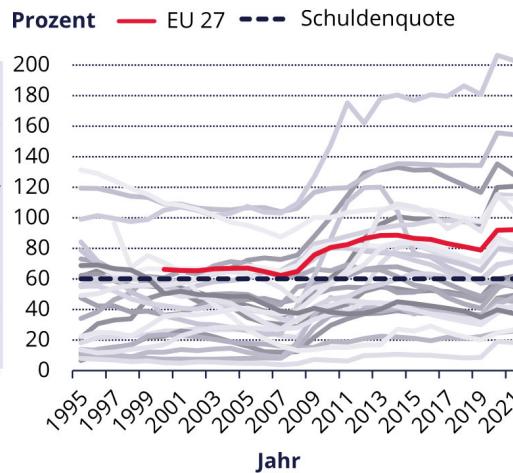
## EU primärer Fiscal Stance

In Prozent des BIPs



## EU-Staaten-Schuldenquote

In Prozent des BIPs, farbig: EU, gestrichelt: 60%-Schuldenquote



## Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzien

Abbildung 2: EU primärer Fiscal Stance + EU-Staaten-Schuldenquote; Quelle: Ameco

Während das Einhalten der 3%-Defizitgrenze als Erfolg angesehen werden könnte, sind zum Beispiel Kamps und Leiner-Killinger in der Einordnung der Ergebnisse kritischer, da Staaten teils die 3 % von der Obergrenze zur Zielmarke umfunktioniert hätten. Der im Rahmen des präventiven Arms nötige *Fiscal Effort* würde oftmals unterlassen, die 3 % erreichten Staaten schlicht durch BIP-Wachstum bei gleichbleibendem strukturellem Defizit.

Die schwache Bindungswirkung des präventiven Arms hat zahlreiche Gründe: Zum einen baut die Berechnung des strukturellen Defizits, das im präventiven Arm begrenzt wird, auf dem nicht beobachtbaren Produktionspotenzial auf. Die Methodik zur Schätzung des Produktionspotenzials ist umstritten (siehe zum Beispiel [Heimberger und Kapeller 2017](#), [Schuster et al. 2021](#)) und wird insbesondere in Staaten mit Unter- auslastung des Arbeitsmarkts kritisch gesehen (siehe zum Beispiel [Calviño 2019](#)). Zudem ist die Berechnung des nötigen *Fiscal Effort* aufgrund zahlreicher Detailregelungen, die helfen sollten, auf die verschiedenen Umstände in den EU-Mitgliedsstaaten einzugehen, sehr komplex, wenig transparent und stark von der Auslegung der EU-Kommission abhängig ([Bundesbank 2017](#)).

Die bedingte Beachtung des präventiven Arms des SWPs ist einer der Gründe, die oft dafür angeführt werden, dass Schuldenquoten nicht zurückgegangen sind. So fiel die Schuldenquote der EU zwar von 2000 bis 2008 um vier Prozentpunkte auf 62 %, stieg aber bis 2019 auf 79 % an und liegt heute bei 92 % (siehe Abbildung 2). Zudem haben sich die Schuldenquoten weiter auseinanderentwickelt.

<sup>4</sup> Dementsprechend stieg die Anzahl der Staaten, die die Defizitobergrenze einhalten nach der Finanzkrise sehr schnell an, siehe [Larch und Santacrose, 2020](#).

Neben der Schuldenreduktion fällt die Bilanz auch mit Blick auf die ursprünglichen, im [Delors Report](#) festgehaltenen Ziele der Fiskalregeln gemischt aus. In dem Report stehen die Koordination nationaler Haushaltspolitik zur Sicherung der Geldwertstabilität, der Vermeidung von Ungleichgewichten in der Realwirtschaft und dem Finanzsektor sowie die Abstimmung des EU-weiten Budgetsaldos zum Ausgleich zyklischer Schwankungen und zur Sicherstellung eines angemessenen fiskal- und geldpolitischen Politikmixes im Vordergrund. Geldwertstabilität wurde erreicht, zumindest solange man diese als Unterschreitung des 2%-Inflationsziels definiert.<sup>5</sup> Ungleichgewichte in der Realwirtschaft und dem Finanzsektor konnten jedoch nicht verhindert werden. Zudem addierten sich laut EFB die nationalen Fiskalpolitiken nicht auf einen dem wirtschaftlichen Umfeld angemessenen gesamteuropäischen Budgetsaldo auf. Stattdessen wurde die Stabilisierungsfunktion der Geldpolitik überlastet ([EFB, 2017](#)). Das hat sich auch durch die Arbeit des EFB, das dieses Problem adressieren sollte, kaum geändert ([EFB, 2019](#)).

Der SWP hatte also durchaus signifikanten Einfluss auf die Fiskalpolitik, insbesondere die Haushaltssalden, erreichte seine Ziele in der Gesamtschau aber nur bedingt. Oft wird dies dem Konflikt zwischen konjunktureller Stabilisierung und der Reduktion von Schuldenquoten angelastet. Dabei argumentiert die eine Seite, dass unzureichende fiskalpolitische Stabilisierung (also ein zu geringes Defizit) zu Wachstumseinbußen geführt hat, die andere, dass die unzureichende Reduktion von Defiziten dem Schuldenabbau im Weg stand. Auch wenn die beiden Argumente gegensätzlich erscheinen können, geht es im Kern um das Gleiche: die Optimierung des Trade-offs zwischen Budgetsaldo und Wachstum.

Im Folgenden diskutieren wir diese beiden Faktoren sowie einen weiteren oft unterbeleuchteten Faktor für die Entwicklung der Schuldenquote – Zinskosten und insbesondere die Risikoprämien auf Staatsanleihen – und machen darauf aufbauend Vorschläge zur Weiterentwicklung des SWPs.

**Der Trade-off zwischen Budgetsaldo und Wachstum:** Eine Reduktion des Budgetdefizits hat einen uneindeutigen Effekt auf die Schuldenquote. Reduziert die weniger expansive Fiskalpolitik das Wachstum übermäßig, steigt die Schuldenquote – das Verhältnis der gesamtstaatlichen Verschuldung zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) – trotz geringerem Defizit. Die Europäische Kommission rechnet zum Beispiel damit, dass eine Reduktion des Defizits um einen Prozentpunkt das Wachstum im gleichen Jahr pauschal um 0,5 Prozentpunkte reduziert.<sup>6</sup>

Entscheidend für die Gefahr kontraktiver Austerität ist, in welchem Zustand sich die Wirtschaft befindet, wenn das Defizit reduziert wird. Herrscht Unterauslastung, hat die Defizitreduktion einen negativen Effekt auf das Wachstum. Laut Jordà und Taylor (2013) führt eine fiskalische Konsolidierung i. H. v. 1 % des BIPs in einer wirtschaftlichen Schwächephase zu einem Verlust von 4 % des realen BIPs über fünf Jahre.

In einer Wirtschaft mit eigener Zentralbank sollte diese Gefahr einer kontraktiven Austerität auf Zeiten begrenzt sein, in denen die Geldpolitik bereits den Zero Lower Bound erreicht hat ([Mian et al. 2022](#)). Andernfalls kann die Zentralbank durch Zinssenkungen für Auslastung sorgen und damit eine Reduktion des fiskalischen Defizits ermöglichen. In der Eurozone besteht die Gefahr wachstumsschädigender Defizite aber auch darüber hinaus, da die Geldpolitik des Eurosystems für den gesamten Währungsraum gilt und sich die Auslastungsgrade der einzelnen Wirtschaften sehr stark unterscheiden: So suchten in den Staaten mit der niedrigsten Arbeitsmarktauslastung seit 2009 durchschnittlich 31 % der Erwerbsbevölkerung (mehr) Arbeit, in Staaten mit der höchsten Auslastung nur 8 %.<sup>7</sup>

---

5 Die durch gestörte Lieferketten, hohe Energiepreise und den russischen Angriffskrieg ausgelösten angebotsseitigen Preissteigerungen seit 2021 sind ausgenommen.

6 im Kontext des SWPs Institutional Scenario ihrer fiskalischen Tragfähigkeitsanalyse für Staaten, die sich nicht in einem EDP befinden ([EU-KOM 2014](#)).

7 durchschnittlicher maximaler und minimaler vierteljährlicher Labour Market Slack von 2009 bis Ende 2019, siehe [Eurostat](#).

Dem Umstand, dass die Reduktion des Defizits auch schuldenerhöhend wirken kann, könnten die Fiskalregeln an drei Stellen besser Rechnung tragen: Erstens berücksichtigt das *Deficit Criterion* des korrektiven Arms diese Abwägung bisher nicht systematisch. Indem nur das gesamte Defizit betrachtet wird und nicht der Primärsaldo (Budgetsaldo ohne Finanzierungskosten), der am stärksten auf die Realwirtschaft wirkt,<sup>8</sup> kann es für Staaten mit hohen Finanzierungskosten zu unbeabsichtigten Forderungen nach Austerität kommen. Zweitens propagieren die Fiskalregeln das Konzept des „Sicherheitsabstands“. Um sicher nicht einen erlaubten Schwellenwert zu überschreiten, sollen Staaten ihre Defizite über die eigentliche Begrenzung hinaus verringern, also einen Sicherheitsabstand zur Obergrenze einhalten. Das ist sinnvoll, solange Defizitreduktionen risikolos sind, aber fehlgeleitet in einer Zeit, in der es einen Zielkonflikt zwischen Wachstum und Budgetsaldo gibt. Drittens soll die Formulierung des *Fiscal Effort* im Rahmen des präventiven Arms zwar der konjunkturellen Lage Rechnung tragen und so eine prozyklische Fiskalpolitik verhindern, kann diesen Anspruch aber aufgrund methodologischer Probleme bisher nicht erfüllen.

**Die Notwendigkeit von Wachstum und Konvergenz:** Wie bereits diskutiert, ist Wachstum ein wesentlicher Faktor für die Entwicklung der Schuldenquote, steht aber oft auch in einem Trade-off mit dem Budgetsaldo. Allein aus fiskalischer Perspektive könnte man daher argumentieren, dass es sicherer sei, Wachstum als Ziel hinter einer restriktiven Fiskalpolitik zurückzustellen. Wie die europäische Schuldenkrise gezeigt hat, hängt die politische Legitimität der EU jedoch stark von sogenannter Output-Legitimität ab, also dem Ausmaß, in dem das institutionelle Konstrukt der EU der Gemeinschaft dient. Dies wird unter anderem in der Kommunikation des Europäischen Rats deutlich, der ab 2012 seinen bisherigen Fokus auf Stabilität um den Wachstumsbegriff erweitert ([Schmidt 2015](#)). Wie [Larch et al. 2021](#) zeigen, fördert Wachstum nicht nur abstrakt politische Legitimität, sondern konkret auch die Einhaltung der Fiskalregeln. Die Effektivität und Durabilität des SWPs scheint daher nicht unwesentlich davon abzuhängen, dass er Wachstum ermöglicht. So ist es auch nicht weiter überraschend, dass die niederländische Regierung sich laut [Koalitionsvertrag](#) im europäischen Kontext explizit vornimmt, hohe Wachstumsraten und Aufwärtskonvergenz zu fördern.

Außerdem ist fraglich, ob ein Szenario ohne Wachstum und Konvergenz, aber eben auch ohne Budgetdefizite langfristig wirklich geringere fiskalische Risiken mit sich brächte: Denn wenn man davon ausgeht, dass Konvergenz eine Voraussetzung für eine Diskussion über Mechanismen zur Risikoteilung ist (wie zum Beispiel von [Cœuré 2017](#) argumentiert) und es dieser bedarf, um asymmetrische Schocks abzufedern, wird die Resilienz gegenüber asymmetrischen Schocks stark von substantiellem Wachstum in Staaten wie Italien abhängen.<sup>9</sup>

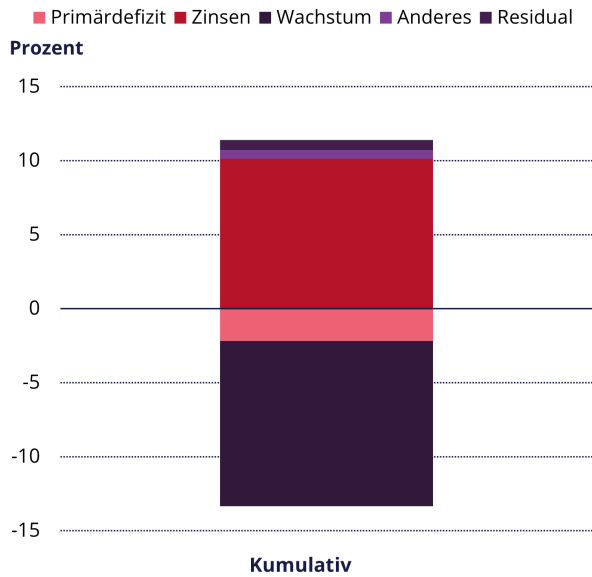
Sowohl aus Gründen der Risikominimierung als auch der politischen Legitimation erscheinen Wachstum und Konvergenz daher zentral. Wachstum war seit der Finanzkrise jedoch nicht Europas Stärke: So verharret die EU seit der Finanzkrise auf einem dauerhaft niedrigeren Wachstumspfad. Während man in den 1990er Jahren noch von 3 % Wachstum ausging, wurden zwischen 2010 und 2019 tatsächlich nur 1,6 % erreicht. Das trug dazu bei, dass trotz fallender Marktzinsen und stark zurückgehender Primärdefizite die Schuldenquote bis 2019 nur um 3 Prozentpunkte fiel (siehe Abbildung 3).

<sup>8</sup> Einer der Gründe, weswegen das Primärdefizit besser geeignet ist, um zu bemessen, wie sehr die Fiskalpolitik die Wirtschaft stabilisiert, liegt in der Natur der Empfänger der Zinszahlungen, also der Finanzierungskosten. Im Falle der Eurozonenstaaten werden Staatsanleihen überwiegend im Ausland bzw. von Zentralbanken gehalten. Daher fließen Zinsausgaben circa zu diesem Anteil nicht in die heimische Wirtschaft. Im Falle Italiens werden 54 % der ausstehenden Staatsschulden im Ausland oder von Zentralbanken gehalten, im Fall von Deutschland, Portugal und Belgien mehr als 70 %, im Fall von Griechenland, Irland, Österreich und Slowenien mehr als 80 % (IWF Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies). Zusätzlich konzentriert sich der Besitz von Staatsanleihen im Inland direkt oder indirekt in vermögensstarken Haushalten, deren marginale Konsumneigung eher gering ist ([Arbogast 2020](#)), sodass von höheren Zinszahlungen auch über diesen Kanal nur schwache Nachfrageimpulse zu erwarten sind.

<sup>9</sup> Wobei man argumentieren könnte, dass die Corona Krise dieses Argument teils widerlegt hat, da es auch ohne Konvergenz zur Einführung neuer Risikoteilungsmechanismen kam, vielleicht auch, weil die Erfahrungen aus der Schuldenkrise gezeigt hatten, wie wichtig eine erfolgreiche Erholung von ökonomischen Krisen für das Fortbestehen der EU ist.

## Beiträge zur Veränderung der Schuldenquote 2010 - 2019

In Prozent des BIPs



### Dezernat Zukunft

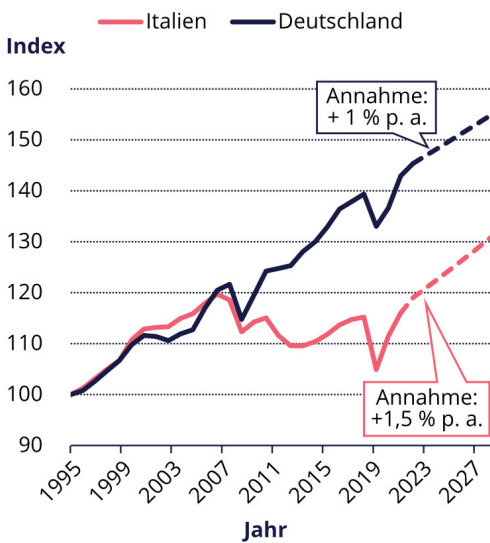
Institut für Makrofinanzien

**Abbildung 3:** Beiträge zur Veränderung der Schuldenquote 2010 - 2019;  
Quelle: Ameco, eigene Berechnungen

Zudem prägt nicht Konvergenz, sondern Divergenz die Eurozone seit dem Beginn der Finanzkrise, siehe Abbildung 4 für einen Vergleich Deutschlands und Italiens. Nimmt man für Deutschland ab 2024 ein Wachstum von 1 % an, würde Italien selbst mit einem Wachstum von 2 % erst 2043 wieder auf dem ehemals gemeinsamen Wachstumspfad ankommen. Bei einem Wachstum von 1,5 % wäre das 2064 der Fall.

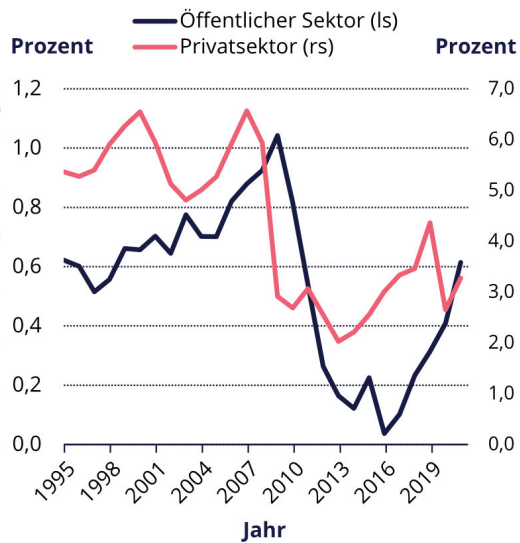
### BIP

Indexiert zu 100 in 1995, konstante Preise, bis 2023 Ameco



### EU-Netto-Anlageinvestitionen

In Prozent des BIPs



### Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzien

**Abbildung 4:** BIP + EU-Netto-Anlageinvestitionen; Quelle: Ameco



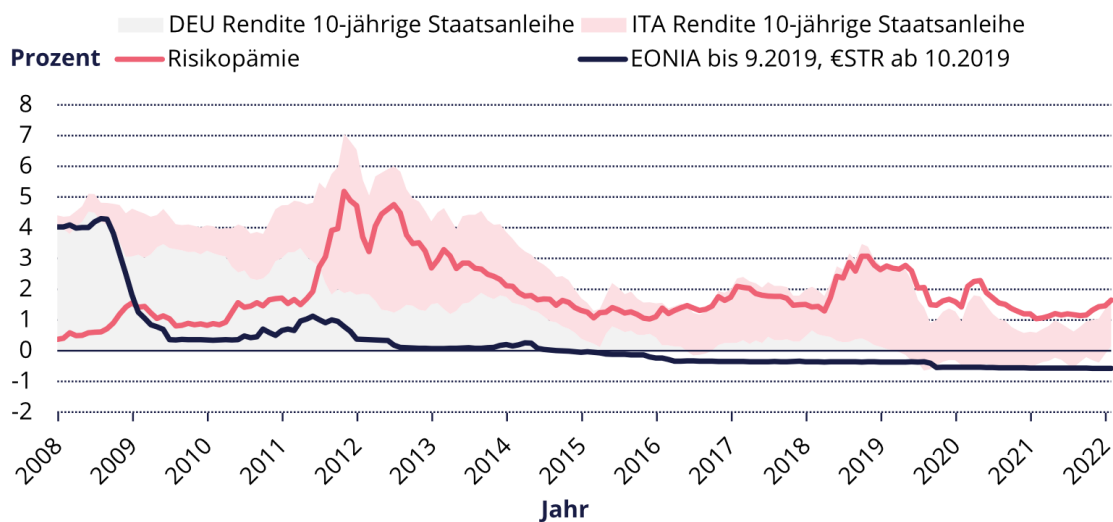
Dabei scheint mehr Wachstum keineswegs unmöglich: Das unausgeschöpfte Arbeitspotenzial der EU liegt bei 16,8 %, kaum niedriger als in der Finanzkrise.<sup>10</sup> 2020 arbeiteten 72 % der EU-Bevölkerung zwischen 20 und 64; das beim Porto-Gipfel gemeinsam gesetzte Ziel liegt bei 78 %.<sup>11</sup> Zusätzlich lagen private Nettoinvestitionen als Anteil des BIPs 2021 noch 50 % unter dem Niveau von 2007, öffentliche 30 % (siehe Abbildung 4).<sup>12</sup> Es bestehen also wesentliche Wachstumspotenziale, die zur Stabilisierung des Währungsraums und der langfristigen Schuldenstandreduktion dringend ausgeschöpft werden sollten.

**Risikoprämien:** Wie schwierig der Trade-off zwischen Budgetsaldo und Wachstum ist, hängt von den Kosten der Staatsverschuldung ab: Je höher die Finanzierungskosten, desto größer muss der positive Effekt eines Defizits auf das Wachstum sein, damit die Schuldenquote fällt. Stellt man wie [Blanchard \(2019\)](#) fest, dass zumeist das Wachstum die Finanzierungskosten übersteigt, kann man zu dem Schluss kommen, dass Staatsverschuldung nicht immer so problematisch ist, wie weithin angenommen.

Blanchard geht in seinen Berechnungen aber von einem risikofreien Zins aus. Die Finanzierungskosten in der Eurozone hängen neben dem Zinsniveau auch von einer länderspezifischen Risikoprämie ab. Risikoprämien sind ein vergleichsweise neues Phänomen: Zur Einführung des Euros gab es lediglich eine Liquiditätsprämie ([Schwender et al., 2015](#)). Während die mittlere Renditedifferenz in der Eurozone zwischen 2002 und 2007 bei neun Basispunkten lag, waren es 57 Basispunkte zwischen 2015 bis 2019.<sup>13</sup> Abbildung 5 zeigt am Beispiel Italiens, welch dominante Rolle Risikoprämien mit Blick auf Finanzierungskosten heute teils in der Eurozone spielen.

## Risikoprämie ITA vs. Zinsniveau

Risikoprämie im Vgl. zu deutschen Bunds, in Prozent



## Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Abbildung 5: Risikoprämie ITA vs. Zinsniveau; Quelle: Fred

<sup>10</sup> Eurostat, Datencode: LFSI\_SLA\_A. Das unausgeschöpfte Arbeitspotenzial schließt Arbeitslose, Menschen, die für Beschäftigung zur Verfügung stehen, aber nicht aktiv suchen, solche die Arbeit suchen, aber nicht innerhalb der nächsten zwei Wochen zur Verfügung stehen, sowie in Teilzeit Unterbeschäftigte mit ein und bezieht sich auf Personen im Alter von 15 bis 74, siehe auch [Eurostat](#).

<sup>11</sup> t2020\_10, <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=89&newsId=10004&furtherNews=yes>.

<sup>12</sup> Net Fixed Capital Formation.

<sup>13</sup> Median der Eurozone ohne Griechenland.

[De Grauwe et al. \(2017\)](#) analysieren, dass die Veränderungen der Risikoprämien der sogenannten „Peripheriestaaten“ von 2008 bis 2015 (Griechenland ausgenommen) großteils nicht durch Fundamentaldaten, insbesondere das Verschuldungsniveau, erklärbar sind. Stattdessen spielt der Zeitfaktor – von den Autoren interpretiert als Veränderung der Marktstimmung und dem Aufkommen von Liquiditätssorgen – eine signifikante Rolle. Voraussetzung für Liquiditätssorgen ist die Möglichkeit eines Ausfalls der betreffenden Staatsanleihe. Vor der Finanzkrise schien dieser in der Eurozone zwar theoretisch möglich, da Staaten nun nicht mehr Schulden in eigener Währung ausgaben. Die Abwesenheit von Risikoprämien legt jedoch nahe, dass Investoren die Anleihen im Wesentlichen als souverän und ausfallsicher betrachteten. Spätestens nachdem die Politik sich dafür entschieden hatte, griechische Anleihen mit einem Haircut zu versehen, war jedoch klar, dass es ein Ausfallrisiko gab, Liquiditätssorgen wurden relevant und Risikoprämien begannen, für die Preisentwicklung bei Anleihen von sogenannten „Peripheriestaaten“ wie Italien, Spanien und Portugal eine zentrale Rolle zu spielen.

Die Relevanz von Liquiditätssorgen erklärt auch den signifikanten Einfluss von Ereignissen, die nichts an den fiskalischen Fundamentaldaten ändern, auf die Entwicklung der Risikoprämien und damit Renditen. So führte Christine Lagardes [Ankündigung](#) im März 2020, die EZB sei nicht dazu da, „die Renditedifferenzen zu schließen“, zu einem Anstieg der italienischen Risikoprämie auf [297 Basispunkte](#).<sup>14</sup> Die Eröffnung eines *Excessive Deficit Procedure* (EDP) brachte seit 2009 einen durchschnittlichen Renditeanstieg von 119 Basispunkten hervor ([Kalan et al. 2018](#)).<sup>15</sup>

Seit der Finanzkrise spielen also neben dem allgemeinen Zinsniveau Risikoprämien eine große Rolle für die Finanzierungskosten der europäischen „Peripheriestaaten“. Diese Risikoaufschläge sind durch die politische Entscheidung, europäische Staatsanleihen mit einem Ausfallrisiko zu versehen, entstanden. Das heißt nicht unbedingt, dass die Politik das Ausfallrisiko ohne Weiteres abschaffen kann, zum Beispiel, weil sie es zur Disziplinierung nationaler Haushaltspolitik benötigt. Nur: Risikoprämien sind sowohl ein hausgemachter als auch ein großer Treiber der Finanzierungskosten und erschweren damit seit 2008 neben dem schwachen Wachstum die Reduktion der Schuldenquoten.

Besonders problematisch ist, dass es eine große Überlappung der Staaten mit hoher Unterauslastung der Wirtschaft und hohen Risikoprämien gibt (Abbildung 6). Betroffen sind insbesondere Portugal, Zypern, Italien und Spanien, die zusammen 37 % der Staatsverschuldung der Eurozone und 34 % der EU darstellen. In diesen Staaten ist die Gefahr wachstumsschädlicher Konsolidierung am höchsten, gleichzeitig sind aber auch die Kosten der Neuverschuldung am höchsten.

Die eingeschränkte Fähigkeit einzelner Staaten kann nicht nur für sie selbst problematisch sein, sondern auch zu einem suboptimalen fiskal-/geldpolitischen Policy Mix für die Eurozone führen, insbesondere, wenn die Geldpolitik den effektiven Lower Bound<sup>16</sup> erreicht hat: Denn in diesem Fall müssten Staaten mit niedrigen Finanzierungskosten für die entsprechende fiskalpolitische Stabilisierung der Eurozonewirtschaft sorgen. Dazu haben sie jedoch wenig Anreiz,<sup>17</sup> während das *Debt Criterion* des korrektiven Arms des SWPs starke Anreize setzt, Schuldenspielraum zu konservieren. Fiskalpolitische Externalitäten bleiben unberücksichtigt ([EFB, 2018](#)).

14 Fiskalpolitische Kennziffern, die sich zum Zeitpunkt dieser Äußerungen nicht veränderten, können solche Marktbewegungen nicht erklären. Auch gilt: Italien mag zwar im europäischen Kontext hoch verschuldet sein, seine Zinskosten im Verhältnis zum BIP liegen aber nur unwesentlich über denen der USA. Im Unterschied zu US Treasuries ist es jedoch denkbar, dass italienische Staatsanleihen ausfallen.

15 Dabei verändert sich durch die Eröffnung eines EDPs nichts an den Fundamentaldaten. Ebenso wenig ist dieser Effekt intendiert: EDPs sollten ursprünglich der genaueren Beobachtung fiskalpolitischer Entwicklungen dienen, nicht der Bestrafung durch höhere Verschuldungskosten ([Leandro, 2019](#)).

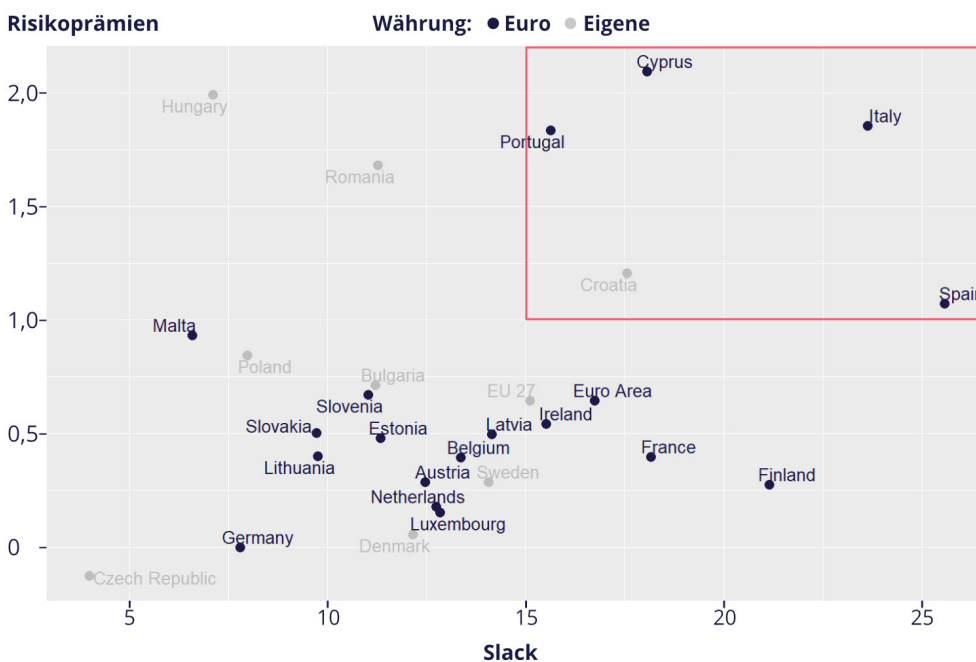
16 Die Effective Lower Bound ist dadurch definiert, dass an diesem Punkt eine weitere Zinssenkung keine wachstumsverstärkende Wirkung mehr hat.

17 Das Macroeconomic Imbalance Procedure, das darauf aufmerksam machen soll, wenn die Wirtschaftspolitik einzelner Staaten zu Ungleichgewichten führt, konnte bisher wenig Bindungswirkung entfalten.

Aus all dem folgt: Risikoprämien erschweren den Abbau der Verschuldung in der Eurozone auf drei Wegen: Erstens erhöhen sie die Finanzierungskosten. Zweitens reduzieren sie den fiskalischen Spielraum gerade in den Staaten, in denen er am meisten benötigt wird. Und drittens tragen sie dazu bei, dass es in Abwesenheit eines europäischen Mechanismus, der einen der Konjunktur angemessenen Budgetsaldo sicherstellt, zu Nachfragemangel in der Eurozone insgesamt kommen kann. Will man daher Schuldenquoten in der Eurozone effektiv reduzieren, wäre es zentral, die Unsicherheit über die Liquidität von Mitgliedern der Eurozone und damit die Risikoprämien zumindest so weit wie möglich zu reduzieren, ohne dass dabei falsche Anreize gesetzt werden. Der SWP kann und sollte seinen Beitrag dazu leisten: Indem er einen vorhersehbaren Prozess für die Evaluierung nationaler Fiskalpolitiken bereitstellt, kann er – soweit möglich – Klarheit darüber schaffen, welche Anleihen er für nachhaltig hält und so für Gewissheit über die Ausfallsicherheit von Staatsanleihen sorgen.

## Risikoprämien vs. Slack 2016 - 2020

In Prozent, Stand 2020



Anmerkungen: Ohne Griechenland, für Estland Risikoprämie Wert für 2020, da nur in diesem Jahr eine Anleihe ausgegeben wurde.

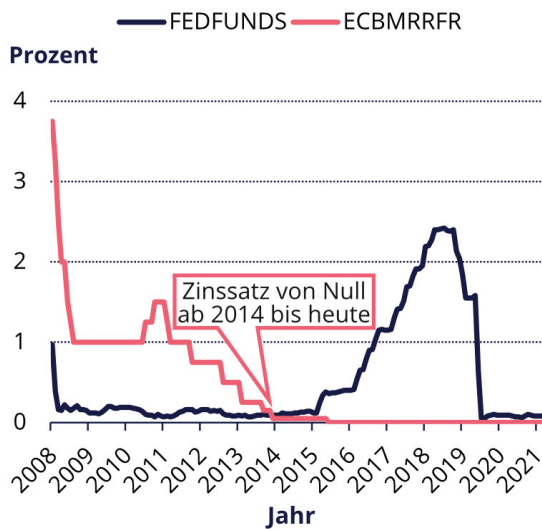
## Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

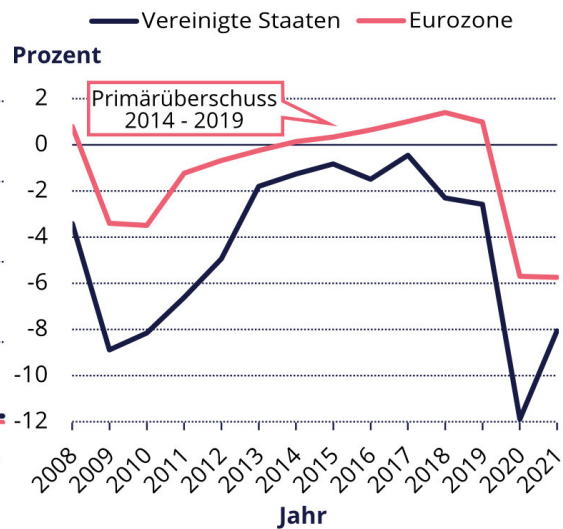
Abbildung 6: Risikoprämien vs. Slack 2016 - 2020; Quelle: Amceo, Eurostat

**Konsequenzen für die Geldpolitik:** Da die Fiskalpolitik, wie oben dargestellt, in ihrer Stabilisierungsfunktion der Nachfrage eingeschränkt ist, oblag diese bis zur Coronakrise weitgehend dem Eurosystem. Die außerordentliche Rolle des Eurosystems mit Blick auf die konjunkturelle Stabilisierung sticht insbesondere im Vergleich mit den USA ins Auge. Während die Eurozone ab 2014 Primärüberschüsse unterhielt und das Eurosystem den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte ab 2016 bei Null ansetzte, war die US-amerikanische Fiskalpolitik durchwegs expansiv ausgerichtet und die Fed erhöhte ab 2015 den Leitzins.

## Zentralbankzins In Prozent



## Gesamtstaatliches Primärdefizit In Prozent



## Dezernat Zukunft Institut für Makrofinanzien

Abbildung 7: Zentralbankzins + Gesamtstaatliches Primärdefizit; Quelle: Fred, Ameco

Eine solch expansive Geldpolitik, wie es die Fiskalpolitik in der Eurozone notwendig machte, kommt mit erheblichen Nebenwirkungen, nicht zuletzt Negativzinsen und überbewerteten Vermögenswerten. Ihre Effektivität ist in der Forschung umstritten und trägt nicht zur Stärkung der Legitimität des Eurosystems bei. Ihre Möglichkeiten, die Volkswirtschaft zu stabilisieren, sind an der effektiven Untergrenze begrenzt, wenn nicht gar ausgeschöpft ([Furman und Summers 2020](#)). Außerdem kann sie nicht nach Staat differenzieren und auf die unterschiedlichen Stabilisierungsbedarfe in der Eurozone eingehen. Daher scheint es wünschenswert, dass Nationalstaaten – so wie von Delors beschrieben – einen Teil der wirtschaftlichen Stabilisierung selbst vornehmen können.

Zudem führen Risikoprämien auf Staatsanleihen dazu, dass die Zinspolitik heterogene Auswirkungen auf die Finanzierungskonditionen in den Mitgliedsstaaten der Eurozone hat, denn Staatsanleihen dienen als Grundlage für die Bepreisung vieler Anleihen und Bankkredite ([Lane 2021](#)).<sup>18</sup> Das gilt umso mehr, wenn die Höhe der Risikoprämien sich mit dem Zinsniveau verändert, also zum Beispiel eine Zinserhöhung steigende Risikoprämien mit sich bringt. Um sicherzustellen, dass die zur Erreichung des eigenen Mandats nötigen Finanzierungskonditionen einheitlich vorliegen, darf (und muss) das Eurosystem Risikoprämien reduzieren oder eliminieren, zum Beispiel durch den Ankauf von Staatsanleihen.<sup>19</sup>

Das hat die Arbeit des Eurosystems politisiert. Die Legalität seiner Geldpolitik wird vor Gericht angezweifelt. Im Zentrum steht die Frage, ob die Geldpolitik unrechtmäßig Einfluss auf die Fiskalpolitik ausübt. Der Europäische Gerichtshof kommt in *Gauweiler* zu dem Schluss, dass Ankaufprogramme nicht den Anreiz von Mitgliedsstaaten schwächen dürfen, eine nachhaltige Fiskalpolitik zu verfolgen ([EuGH, Gauweiler](#), Rn.

<sup>18</sup> Wie wichtig Finanzierungskonditionen sind, illustriert wieder der Fall Italien: Hier fielen private Investitionen von 18 % des BIPs in 2008 auf knapp 15 % in 2012. Ein Drittel dieses Rückgangs war dem knappen Kreditangebot geschuldet ([Briguglio et al., 2019](#)).

<sup>19</sup> siehe [EuGH, Gauweiler](#), Rn. 78.

109).<sup>20</sup> Senken Ankaufprogramme Risikoprämien und damit Renditen, wächst jedoch ceteris paribus der unter dem 3%-*Deficit-Criterion* zur Verfügung stehende Raum für Neuverschuldung. Das Bundesverfassungsgericht sieht genau diese Vorgabe im Fall des Ankaufprogramms für öffentliche Anleihen (PSPP) als verletzt an. Laut seiner Einschätzung „war es schon 2015 absehbar, dass zahlreiche Mitgliedsstaaten der Eurozone ihre Neuverschuldung erhöhen würden, um die Wirtschaft mit Investitionsprogrammen zu stärken.“ (BVerG, 2020, Rn. 171) Es kritisiert aber nicht nur die EZB, sondern auch den Europäischen Gerichtshof, da der keine saubere Unterscheidung zwischen Wirtschafts-/Fiskal- und Geldpolitik treffe, die jedoch absolut zentral für die demokratische Legitimation und politische Kontrolle sei (BVerG, 2020, Rn. 159).

Damit es sowohl möglich ist, dass die EZB geldpolitisch so agiert, wie es ihr Mandat verlangt, ohne gleichzeitig unverhältnismäßig großen Einfluss auf die Fiskalpolitik auszuüben, bedarf es fiskalpolitischer Maße, die nicht durch die Zentralbank beeinflussbar sind.

## Zielsetzung

Auf Basis der obigen Feststellungen sowie der politischen Diskussionen der letzten Monate sollte ein Reformvorschlag für die Fiskalregeln folgende Kriterien erfüllen:

- 1) Ermöglichung wachstumsfreundlicher Schuldenkonsolidierung. Dazu bedarf es einer Optimierung des Trade-offs zwischen Budgetsaldo und Wachstum. Ansatzpunkte sind hier die Betrachtung des Primärsaldos, ein auf Vollauslastung ausgerichtetes MTO sowie möglichst geringe Risikoprämien.
- 2) Ermöglichung zielgerichteter, transformativer Investitionen. Dies setzt einen kohärenten Regelrahmen voraus, der in seiner Gesamtwirkung nicht investitionsbremsend wirkt.
- 3) Verbesserte Regeleinhaltung. Voraussetzung hierfür ist eine Reduktion der Komplexität des Regelwerks, damit dies überprüfbar wird, sowie eine Anpassung an die heutige wirtschaftliche Realität, damit verbesserte Regeleinhaltung zielführend ist und damit glaubwürdig eingefordert werden kann.
- 4) Verbesserte Vorhersehbarkeit und reduzierte Komplexität. Unklare Prozesse und ein komplexes Regelwerk führen zur Politisierung des SWP und erschweren Disziplinierung durch den Markt.
- 5) Depolitisierung der Geldpolitik und Reduktion rechtlicher Risiken. Dazu bedarf es Fiskalregeln, die sowohl mehr Stabilisierung erlauben als auch eine klare Trennung zwischen Fiskal- und Geldpolitik ermöglichen.

Zudem stellt sich angesichts der geopolitischen Lage die Frage, ob die Selbsteinschränkung der fiskalpolitischen Souveränität einer erneuten Betrachtung bedarf. Bevor hier eine ökonomische Zielsetzung formuliert werden kann, bedürfte es jedoch eines politischen Konsenses.

---

<sup>20</sup> Siehe auch [OMT-Urteil](#), Rn 109: „Da nämlich aus Art. 119 Abs. 2 AEUV, Art. 127 Abs. 1 AEUV und Art. 282 Abs. 2 AEUV hervorgeht, dass das ESZB ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union unterstützt, darf die Tätigkeit des ESZB auf der Grundlage von Art. 123 AEUV nicht dergestalt sein, dass sie der Wirksamkeit dieser Politik zuwiderläuft, indem den Mitgliedstaaten der Anreiz genommen wird, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.“

## Reformvorschlag

### I. Der korrektive Arm

Das *Deficit Criterion* in seiner heutigen Form kann nicht zur Steuerung wachstumsfreundlicher Konsolidierung dienen, da es nicht auf den eigentlichen *Fiscal Stance* – also wie sehr die Fiskalpolitik die Wirtschaft stabilisiert – abstellt. Stattdessen begrenzt es die Summe aus Finanzierungskosten und *Fiscal Stance*, bzw. dem Primärdefizit. Im Fall von Italien, Portugal, Spanien und Zypern ist das problematisch, da es zu einer Fiskalpolitik führt, die mit großer Wahrscheinlichkeit mittels kontraktiver Austerität die Schuldenquoten weiter erhöht. In Ländern mit hoher wirtschaftlicher Auslastung und niedrigen Risikoprämien kann es umgekehrt problematisch sein, da das *Deficit Criterion* potenziell größere Spielräume als nötig gibt.

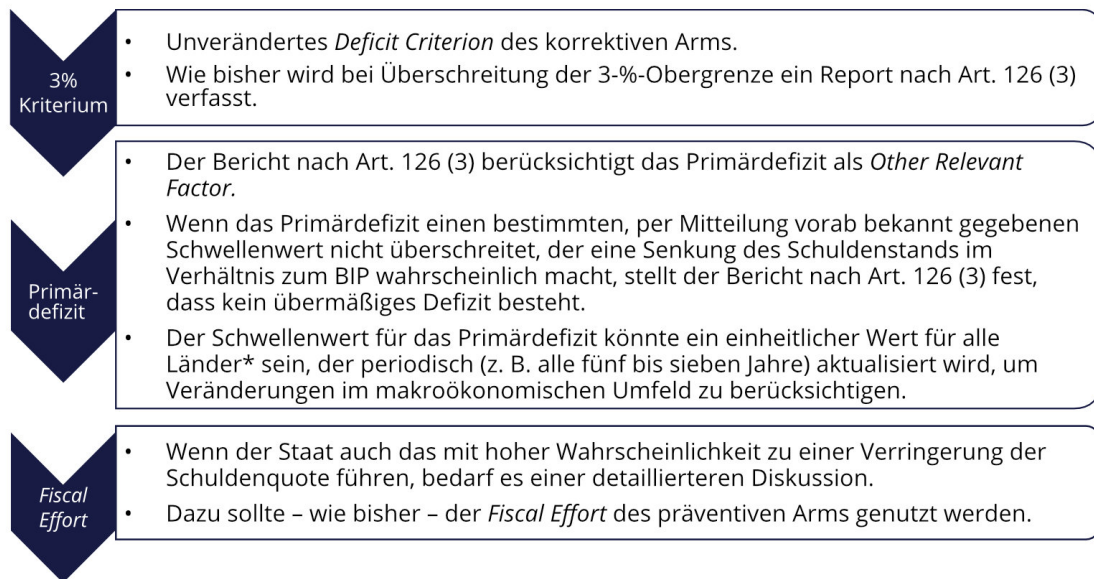
Aber das heutige *Deficit Criterion* ist nicht nur ungeeignet zur Steuerung wachstumsfreundlicher Konsolidierung, es zielt auch auf eine Größe ab, die nicht in den Händen der Regierungen liegt. Letztere kontrollieren nur das Primärdefizit. Die Finanzierungskosten hängen – wie oben beschrieben – stark von anderen Faktoren ab, nicht zuletzt von den Entscheidungen europäischer Akteure, Staatsanleihen zu garantieren, Risikoprämien zu begrenzen oder Zinsen zu erhöhen/senken.

Will man daher den SWP wachstumsfreundlicher und mit Blick auf die eigentliche Fiskalpolitik effektiver gestalten, **sollte das Primärdefizit für das *Deficit Criterion* zurate gezogen werden**. Das Primärdefizit erfüllt nicht nur sehr viel effektiver Delors Zielsetzung der Koordinierung des europäischen *Fiscal Stance*, sondern stellt auch ein Ziel dar, das gerade in Zeiten schwankender Zinsniveaus viel besser kontrolliert werden kann. Aus diesem Grund ist es auch ein übliches Maß, mit dem sowohl die Wissenschaft als auch Autorinnen der EZB den *Fiscal Stance* eines Staates messen (z. B. [Plödt und Reicher 2015](#), [Bańkowski und Ferdinandusse 2017](#)).<sup>21</sup>

Dabei muss das Primärdefizit die 3%-Obergrenze nicht ersetzen, sondern könnte als zentrale Benchmark<sup>22</sup> für den Artikel 126 (3) des AEUV-Reports dienen, der bei Überschreitung der Defizitobergrenze von der EU-Kommission verfasst werden muss, um festzustellen, ob ein exzessives Defizit vorliegt (siehe Abbildung 8, Schritt 2).

21 Dass von ihm in den europäischen Fiskalregeln bisher dennoch nicht Gebrauch gemacht wird, verstehen wir vor allem als Konsequenz einer theoretischen Kritik: [Sargent and Wallace \(1981\)](#) argumentierten, dass in Abwesenheit einer absoluten Begrenzung des Defizits (die im Fall einer Begrenzung des Primärdefizits nicht gegeben ist), die Geldmenge nicht limitiert ist und – da von einem engen Zusammenhang zwischen Preisniveau und Geldmenge ausgegangen wurde – dies zu Inflation führt. Die neuere Forschung hat jedoch gezeigt, dass dieser Zusammenhang so nicht hält. Zentralbanken sind daher auch von der Geldmenge als zentralem Indikator für die Geldpolitik abgekommen und fokussieren sich heute auf die Analyse geldpolitischer Transmissionskanäle (siehe die EZB-Strategieüberprüfung).

22 Rechtlich gesprochen würde das Primärdefizit als *Other Relevant Factor* berücksichtigt werden. Damit eine Berücksichtigung solcher *Other Relevant Factors* auch bei einer Schuldenquote von über 60 % möglich ist, muss das Defizit als ‚temporär‘ oder ‚nah am Referenzwert‘ ausgelegt werden. Da das Primärdefizit wie im folgenden Text beschrieben so kalibriert werden soll, dass es ist mit größtmöglicher Wahrscheinlichkeit zur Senkung der Schuldenquote und damit zur Senkung der Finanzierungskosten beiträgt, ist gut begründbar, wieso die Abweichung temporärer Natur ist, solange ‚temporär‘ nicht mit einem Jahr gleichgesetzt wird, wie es bisher der Fall ist. Diese Definition kann per Mitteilung der EU-Kommission angepasst werden.



\* Eine maßgeschneiderte Benchmark für jedes Land würde die Komplexität erneut erhöhen und den Prozess weniger transparent, weniger vorhersehbar für die Finanzmärkte machen und politisieren.

## Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzien

Abbildung 8: Reformvorschlag; Quelle: Eigene Darstellung

In Bezug auf das Primärdefizit schlagen wir vor, **einen** Benchmark-Wert für alle Staaten zu kalibrieren, der periodisch – ca. alle fünf Jahre – an das makroökonomische Umfeld angepasst wird. Alternativ könnte die Benchmark auch für einzelne Staaten kalibriert werden. Dies würde jedoch Komplexität erhöhen und die mit der Kalibrierung betraute Institution, bzw. den damit betrauten Prozess, politisieren.

Insbesondere wenn eine einheitliche, klar kommunizierte Primärdefizit-Benchmark genutzt wird, könnte dies die Bindungswirkung der Regeln steigern, Komplexität und Verfahrensunsicherheit wesentlich reduzieren, da nicht mehr zahlreiche verschiedene, unpräzise spezifizierte Faktoren in Erwägung gezogen werden müssen. Das 3 % *Deficit Criterion* hat bereits in der Vergangenheit gezeigt, welche Bindungswirkung klar kommunizierte Metriken entfalten können.

Das maximal zulässige Primärdefizit sollte dabei möglichst so kalibriert werden, dass es nicht wachstumsschädlich wirkt, aber auch nicht die Schulden schneller zunehmen lässt, als die Wirtschaft wahrscheinlich wachsen wird. Denn nur dann fällt die Schuldenquote. Wie breit dieser Korridor für wahrscheinlich schuldenreduzierende Primärdefizitwerte ist, hängt von der Höhe der Zinskosten, insbesondere den Risikoprämien, ab.

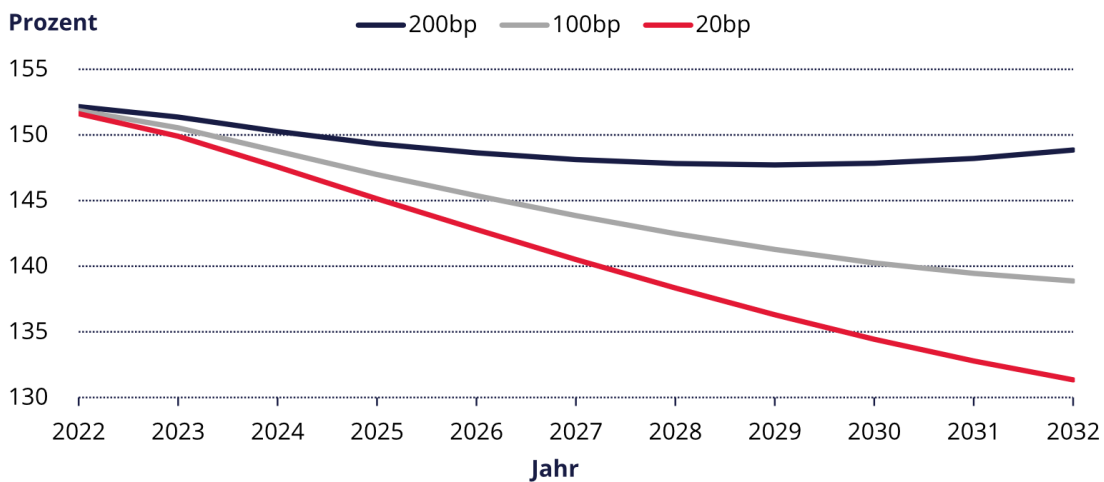
Sollten Staaten diese Primärdefizitgrenze überschreiten, erscheint es uns schwierig, pauschale Urteile über die Nachhaltigkeit des *Fiscal Stance* zu treffen. In solchen Fällen bedarf es einer individuellen Evaluierung. Für diese könnte – analog zu dem bisherigen Verfahren – auf das MTO des präventiven Arms zurückgegriffen werden (siehe Abbildung 8, Schritt 3).

Damit das MTO einen sinnvollen analytischen Rahmen bieten kann, bedarf es auch hier einer Vereinfachung sowie einer Anpassung an heutige Herausforderungen und wissenschaftliche Erkenntnisse (siehe nächster Abschnitt).

Eine Möglichkeit zur Kalibrierung des maximal zulässigen Primärdefizits wäre die Ausrichtung an dem Staat mit den höchsten Zinskosten im Verhältnis zum BIP. Für Italien, den Staat mit den am BIP gemessen höchsten Finanzierungskosten würde ein Primärdefizit von 1 % bei einem Wachstum von mindestens 1,5 %<sup>23</sup> (das nötig ist, um wenigstens geringen Fortschritt in Richtung Konvergenz zu machen) und einer Risikoprämie von 100 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen die Schuldenquote bis 2032 um 13 Prozentpunkte reduzieren. Bei einer Risikoprämie von 20 Basispunkten würden die Schulden um 20 Prozentpunkte fallen. Liegt die Risikoprämie aber bei 200 Basispunkten, fällt die Schuldenquote bis 2032 nur um 3 Prozentpunkte.

## ITA-Schuldenquote

In Prozent des BIPs, Annahmen: ab 2025 1 % Primärdefizit, 1,5 % Wachstum, 2 % Inflation, Bundrendite mit linearem Anstieg auf 2 % in 2032



## Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzien

Abbildung 9: ITA-Schuldenquote; Quelle: IMF, Ameco, circabc, Eurostat, eigene Berechnungen

Der für das Primärdefizit vorgeschlagene Grenzwert sollte aber nicht generell auf 1 % festgesetzt, sondern mit Blick auf Faktoren wie Zinsniveau, Risikoprämien, Inflation und gesamtwirtschaftliche Lage kalibriert und regelmäßig aktualisiert werden. Die Einhaltung dieses Wertes könnte dann genutzt werden, um im Rahmen von Artikel 126 (3) des Reports festzustellen, dass kein exzessives Defizit besteht.<sup>24</sup>

<sup>23</sup> Es gibt mehrere Szenarien, unter denen ein reales Wachstum von 1,5 % als realistisch erscheint. Voraussetzung ist ein fortgesetzter Anstieg der privaten und öffentlichen Nettoinvestitionen, die 2007 einbrachen und sich erst 2021 wieder erholten. Dies scheint aber nur auf Basis effektiver institutioneller Reformen, inklusive des Justizsystems, möglich (IWF 2014), siehe auch Leusder und Krahe (im Erscheinen begriffen). Erste Schritte in diese Richtung sind getan (FT 2021). Erreicht zudem die Partizipationsquote von Frauen am Arbeitsmarkt bis 2032 den europäischen Durchschnitt von 59 %, würde das Wachstum auch ohne weitere Reduktion der Arbeitslosenquote (aktuell bei 9,8 %) bereits 1,5 % p. a. übertreffen. Höhere Zuwanderung oder Produktivitätssteigerungen bieten weitere Wachstumschancen. Alternativ lässt sich der Wert auch in Zusammenhang mit dem Primärdefizit von -1 % auf Basis der von der EU genutzten Faustregel, dass ein Prozentpunkt expansiverer Fiscal Stance das Wachstum um 0,5 Punkte erhöht, plausibilisieren: 2015 bis 2019 lag Italiens Wachstum bei 1 %, der Primärsaldo bei 1,54 %. Für einen Primärsaldo von -1 % ergäbe sich also ein Wachstum von 2,28 %, ein Wert weit größer als 1,5 %.

<sup>24</sup> Fraglich wäre, ob man auch für Staaten mit niedrigen Zinskosten feststellen möchte, ob jene den Primärdefizit-Schwellenwert überschreiten. Dies könnte eine Überlegung wert sein, wenn man das MTO – wie unten beschrieben – qualitativer ausgestaltet.



## II. Der präventive Arm

Während der korrektive Arm dazu dient, grobe Fehler in der Finanzpolitik von Staaten festzustellen, hat der präventive Arm ambitioniertere Ziele: Staaten ex ante zu einer nachhaltigen Finanzpolitik anzuhalten, die Reduktion übermäßig hoher Schuldenquoten zu befördern und Haushaltsspielräume für Investitionen zu bewahren (siehe auch Regulierung [1466/97](#)).

Diesen Zielen kommt der präventive Arm heute jedoch nicht nach, da seine Bindungswirkung gering und die ihm zugrunde liegende Potenzialschätzung prozyklisch ist. Letzteres führt zu einem suboptimalen Trade-off zwischen Budgetsaldo und Wachstum: Sparen Staaten in Unterauslastung führt das – wie oben diskutiert – zu kontraktiver Austerität. Das schadet nicht nur der Wirtschaft, sondern auch der Legitimität des SWPs, da sein Zweck hier konterkariert wird. Daher bedarf es dringend einer **Überarbeitung der Potenzialschätzung**.

Wie der Aufbau des präventiven Arms zeigt, spielt die Potenzialschätzung eine zentrale Rolle für die Zieldefinition: Jeder Staat soll für sich ein MTO definieren, das mittelfristig zu erreichen ist und je nach wirtschaftlicher Lage eine Verpflichtung zu fiskalischer Anpassung, dem sogenannten *Fiscal Effort*, auslöst. Sowohl das MTO als auch der *Fiscal Effort* werden in Form eines konjunkturell bereinigten Defizits definiert. Die Konjunkturbereinigung des Defizits und die Feststellung der wirtschaftlichen Lage basieren auf der Produktionslücke, der Differenz zwischen geschätztem Produktionspotenzial und BIP.

Heute wird (etwas vereinfacht) das Produktionspotenzial mit der durchschnittlichen wirtschaftlichen Auslastung der Vergangenheit gleichgesetzt. Damit gilt zum Beispiel die spanische Wirtschaft bereits als überausgelastet, sobald weniger als 13 % der Erwerbsbevölkerung arbeitslos sind. Bei Unterschreitung der 13 % soll der Staat sparen, um wieder mehr Menschen in Arbeitslosigkeit zu bringen und so das Inflationsrisiko zu senken. Dabei liegen die Potenzialschätzungen im Rückblick oftmals falsch (sofern ihr Ziel ist, tatsächlich das Potenzial der Wirtschaft abzubilden), wie zum Beispiel die Projektionen für den deutschen Arbeitsmarkt zeigen. Während 2011 das Erwerbstätigenpotenzial für 2018 auf knapp 41 Mio. geschätzt wurde, waren es 2018 tatsächlich knapp 45 Mio. Erwerbstätige, also fast 10 % mehr als ursprünglich geschätzt (BMWK 2011 bis 2021). Im ungünstigsten Fall kann eine restriktive Fiskalpolitik zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung werden, wenn sich durch Austerität hervorgebrachte Arbeitslosigkeit mittels Hysterese verfestigt.

Eine durch Fiskalpolitik beförderte Unterauslastung des Arbeitsmarkts konterkariert nicht nur andere politische Ziele der EU wie Vollbeschäftigung ([TEU 3\(3\)](#)). Sie steht auch nachhaltigen Staatsfinanzen im Weg, da letztere wesentlich von steuerzahlenden Erwerbstätigen abhängen, die sich selbst unterhalten können und keine Sozialhilfe benötigen. Eine Reformmöglichkeit wäre die Anpassung der Schätzung des Produktionspotenzials, wie von [Schuster et al. \(2022\)](#) vorgeschlagen. Anstatt die Vollauslastung der Wirtschaft mit der durchschnittlichen Auslastung in der Vergangenheit gleichzusetzen, könnte auf empirischer Basis geschätzt werden, wann der Arbeitsmarkt seine volle Kapazität erreicht hat. Dies würde nicht nur zentrale Kritikpunkte an der Methodik adressieren, sondern auch die fiskalische Nachhaltigkeit stärken: In alternden Gesellschaften hängt die Tragfähigkeit von Rentensystemen wesentlich davon ab, dass alle, die arbeiten wollen und können, genug verdienen, um für das Alter vorzusorgen.

Heute könnte man sich zudem fragen, ob die Schätzung des Produktionspotenzials nicht explizit den Faktor Energie berücksichtigen sollte. Das wäre zum einen relevant, da Energie heute zum Teil ein die Produktion beschränkender Faktor ist. Zum anderen würde die Aufnahme eines Energieparameters in die Produktionsfunktion eine aktive Diskussion zu dessen Gestaltung erfordern. Schätzt man das Potenzial nicht auf Basis der Vergangenheit, sondern auf Grundlage empirischer Daten, erfordert das eine aktive Diskussion darüber, was unter welchen Umständen möglich erscheint. Im Fall von Energie ginge es hier vorrangig um den Ausbau der erneuerbaren Energien und die damit verbundenen Investitionen.

Steve Keen [zeigt](#) verschiedene Möglichkeiten zur Integration von Energie in die Produktionsfunktion auf. Ob mit oder ohne expliziten Energiefaktor scheint eine Potenzialschätzung, die zentrale politische und ökonomische Ziele reflektiert, anstatt ihnen im Weg zu stehen, zentral für die politische Legitimität des MTOs.

So die Potenzialschätzung reformiert wird, erscheint es auch sinnvoll, folgende weitere Elemente des MTOs anzupassen (siehe Abbildung 10):

Erstens: Die Zielziffer für das MTO könnte von -0,5 % auf 0 % verschärft werden. Da das MTO mittelfristig erreicht werden darf und der *Fiscal Effort* nur dann erforderlich ist, wenn keine Unterauslastung der Wirtschaft vorherrscht, ist die Gefahr einer prozyklischen Anpassungsforderung (unter Annahme eines geeigneten Verfahrens zur Konjunkturbereinigung!) wesentlich geringer als im Fall des korrektiven Arms. Es könnte daher auf Basis der projizierten Finanzierungskosten so kalibriert werden, dass es für alle Staaten mit übermäßig hohen Schuldenquoten **ein konjunkturell bereinigtes Primärdefizit von 0 % impliziert**. Denn eine vollausgelastete Wirtschaft bedarf keines fiskalischen Stimulus. Dies wäre mittels einer Anpassung von 1466/97 möglich.<sup>25</sup> Voraussetzung dafür ist jedoch eine Ausgestaltung des *Fiscal Effort*, der nicht zu prozyklischer Fiskalpolitik führt. Sonst wird die Zielsetzung verfehlt.

	Status quo	Reformvorschlag
<b>Die übergeordneten Ziele ...</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Angemessener Sicherheitsabstand zu 3%-Defizitgrenze</li> <li>• Konvergenz Schuldenstände</li> <li>• Investitionen ermöglichen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Angemessener</b> Sicherheitsabstand zu 3%-Defizitgrenze</li> <li>• Konvergenz Schuldenstände</li> <li>• Investitionen ermöglichen</li> </ul>
<b>... werden übersetzt in ein ...</b>	MTO (striktester Wert aus vier verschiedenen Verfahren)	MTO ( <b>Definition auf Basis des Primärdefizits</b> )
<b>Das löst als Verpflichtung aus:</b>	Fiscal Effort (definiert über Matrix/Schwellenwerte für die Produktionslücke & Schuldenquote)	Fiscal Effort (definiert über Matrix/ <b>Analyse auf Basis der</b> Produktionslücke & Schuldenquote)
<b>Der wird bemessen als ...</b>	Strukturelles Defizit (exklusive <u>One-offs</u> und temporärer Maßnahmen)	Strukturelles Defizit (exklusive <u>One-offs</u> und temporärer Maßnahmen)
<b>Das wird berechnet auf Basis von ...</b>	Potenzialschätzung (+ quantitativer Plausibilitätscheck)	<b>Überarbeitete</b> Potenzialschätzung + <b>umfassender analytischer</b> Plausibilitätscheck
<b>... und kann Anpassungen vornehmen für ...</b>	Investitionen, Strukturreformen bei schrumpfender Wirtschaft	<b>Wachstumstreibende</b> Investitionen, Strukturreform

## Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Abbildung 10: Reformvorschläge MTO; Quelle: Eigene Darstellung

Jede Methodik zur quantitativen Schätzung des Produktionspotenzials sollte jedoch mit Skepsis betrachtet und mittels anderer Verfahren plausibilisiert werden. Aus dieser Überlegung heraus nutzt die EU-KOM bereits heute das *Plausibility Tool* ([EU-KOM 2017](#)), das jedoch ähnliche Probleme wie andere rein statistische Verfahren mit sich bringt.

Anstelle dieses quantitativen Verfahrens sollte mittels der Berechnung von Sensitivitäten und der Betrachtung alternativer Indikatoren eine Spannweite plausibler Ergebnisse definiert werden. Dabei wäre es wichtig, die Plausibilität der Annahmen und des Ergebnisses qualitativ zu begründen. Sinnvoll wären vor allem alternative Indikatoren für die Auslastung des Arbeitsmarkts, da diese auf der sehr umstrittenen *NAIRU* (siehe zum Beispiel [Heimberger et al. 2017](#)) sowie der allgemeineren Annahme aufbaut, dass der

25 Der Fiscal Compact müsste aufgrund des Vorrangs europäischen Rechts nicht angepasst werden, siehe [Repasi \(2013\)](#).

Arbeitsmarkt nie dauerhaft unterausgelastet sein kann, sondern stets um Vollauslastung herum schwankt. Dies wird sowohl auf empirischer als auch theoretischer Basis angezweifelt (siehe zum Beispiel [Blanchard and Summers 1986](#) und [Friedman 1993](#)). Im Gegensatz zur Fiskalpolitik stützt sich aufgrund methodologischer Bedenken weder die europäische noch die amerikanische Geldpolitik allein auf die NAWRU beziehungsweise NAIRU (siehe [EZB 2021](#) und [Federal Reserve 2020](#)).

Mögliche Indikatoren für den Arbeitsmarkt wären zum Beispiel der neue *Labour Market Slack Indicator* von Eurostat ([Eurostat 2021](#)) oder der *Aggregate Hours Gap* ([Faberman et al. 2020](#)). Aber auch eine differenziertere Betrachtung wäre vorstellbar, aufbauend auf einer Kombination mehrerer Indikatoren. Da die Theorie des Produktionspotenzials darauf aufbaut, dass bei einer Überauslastung Inflation eintritt, sollten zudem Lohn- und Preisdaten betrachtet werden. Zuletzt benötigt die Potenzialschätzung Parameter, deren Werte nicht ökonomisch begründbar sind, aber eine große Auswirkung auf das Ergebnis haben ([Schuster et al. 2021](#)). Daher sollten die Ergebnisse zumindest für eine gewisse Spanne an möglichen Inputwerten angege- ben werden.

Angesichts der signifikanten Unsicherheit und Revisionsanfälligkeit der Produktionslückenschätzungen scheint die feingliedrige Matrix zur Bestimmung des erforderlichen *Fiscal Effort* auf Basis der Produktionslücke und Schuldenquote kaum rechtfertigbar (bei einem Schuldenstand von über 60 % des BIPs bedarf es bei einer Produktionslücke von -4 % keiner Anpassung, bei -4 % bis -3 % einer Anpassung von 0,25 % des BIPs, bei -3 % bis -1,5 % 0,25 % bis 0,5 %, bei -1,5 % bis 1,5 % > 0,5 % und bei mindestens 1,5 % positiver Produktionslücke mindestens 0,75 %).<sup>26</sup> Dabei schwanken die Schätzungen der Produktionslücke so stark, dass auf Basis der Matrix die Bestimmung des *Fiscal Effort* ex post oft anders ausgefallen wäre. Um ein Beispiel zu geben: Die Schätzung der deutschen Produktionslücke für das Jahr 2018 schwankte zwischen -0,05 % in der Jahresprognose 2017 (relevant zur Haushaltsaufstellung) und +2,45 % in der Frühjahrsprognose 2020.

Zweitens: Die **Fiscal-Effort-Matrix sollte vereinfacht werden** und die Verpflichtung zu einem *Fiscal Effort* auf Basis der analytisch ausgeweiteten Bestimmung der Produktionslücke – siehe oben – aufbauen. So könnte zum Beispiel festgelegt werden, dass Wirtschaften in signifikanter Unterauslastung keinen *Fiscal Effort* vollziehen müssen, der ihr Wachstum akut gefährdet. Staaten ohne erkennbare Unterauslastung sollten einen Fortschritt von 0,25 Prozentpunkten in Richtung des MTOs machen, Staaten in deutlicher Überauslastung das MTO erreichen.<sup>27</sup>

Drittens: Außerdem schiene es sinnvoll, **die Investment Clause des präventiven Arms auf Basis der für NextGenEU genutzten Investitionskriterien sowie der veränderten geopolitischen Situation anzupassen und zu vereinfachen**. Die *Investment Clause* wurde basierend auf der vagen Vorgabe in der [Regulierung 1466/2011](#) eingeführt, dass Investitionsbedarfe bei der Bestimmung des MTOs zu berücksichtigen sind, um die Bestrebungen der EU, das Investitionsniveau zu erhöhen, zu verstärken. Er erlaubt es Staaten, unter bestimmten Bedingungen von ihrem MTO, beziehungsweise *Fiscal Effort*, abzuweichen. Aufgrund der sehr restriktiven Anwendungskriterien, die in einer [auslegenden Kommunikation](#) festgelegt wurden, kam die *Investment Clause* jedoch bisher nur zweimal zur Anwendung ([EU-KOM 2018](#)).

<sup>26</sup> Die vollständige Matrix findet sich auf S. 17 des 2019er Vade Mecum zum SWP.

<sup>27</sup> Da das MTO an sich bereits den Konjunkturverlauf berücksichtigt, könnte man auch argumentieren, dass es keiner Differenzierung des benötigten *Fiscal Effort* auf Basis der wirtschaftlichen Auslastung bedarf. Berücksichtigt man jedoch, dass die Potenzialschätzungen mit signifikanter Unsicherheit behaftet sind und dass eine Reduktion des fiskalischen Impulses in wirtschaftlichen Schwächephasen besonders schädlich ist, mag es sinnvoll sein, den *Fiscal Effort* weiterhin nach Auslastungsgrad zu staffeln.

Die in der Kommunikation und dem [Code of Conduct](#) dargelegten Voraussetzungen sind: negatives Wachstum oder eine Produktionslücke größer als 1,5 %, ein Defizit unter 3 % inklusive eines angemessenen Sicherheitsabstands, eine kumulative Abweichung von maximal 0,75 % des BIPs, kein weiterer Gebrauch der *Investment Clause* bis zum Erreichen des MTOs, sobald eine kumulative Abweichung von 0,5 % erreicht wurden, Co-Finanzierung der relevanten Vorhaben durch einen EU-Fonds, eine verifizierbare langfristig positive Auswirkung der Investition auf den nationalen Haushalt, keine Reduktion des nationalen Investitionsvolumens, die Abweichung muss kompensiert und das MTO innerhalb von vier Jahren erreicht werden.

Solang die Methode zur Schätzung des Produktionspotenzials so überarbeitet wird, dass diese tatsächlich einen ungefähren Eindruck der wirtschaftlichen Auslastung geben kann, scheint es sinnvoll, das erste Kriterium (negatives Wachstum oder eine deutliche Unterauslastung) aufrechtzuerhalten und lediglich die Ausgestaltung wie oben im Kontext des *Fiscal Effort* diskutiert anzupassen. So könnten Staaten mit Unterauslastung von der Investitionsregel Gebrauch machen. Gleichzeitig würden Inflationsgefahren, die bei den sehr signifikanten Investitionsbedarfen für die Dekarbonisierung möglich sind, nicht aus dem Blick geraten. Staaten mit großen Investitionsbedarfen hätten so außerdem einen Anreiz, angebotsseitige Kapazitätsausweitungen voranzutreiben (z. B. bei der Frauenerwerbstätigkeit), die auch nötig sind, wenn es zu rapiden Investitionssteigerungen kommen soll.

Die weiteren quantitativen Beschränkungen des Investitionsvolumens sowie die Bedingung einer Co-Finanzierung durch die EU scheinen aus ökonomischer Perspektive hingegen schwer rationalisierbar.<sup>28</sup> Es stellt sich die Frage, ob einer nachhaltigen und kohärenten Finanzpolitik nicht besser gedient wäre, wenn dies durch an NextGenEU angelehnte Investitionskriterien ersetzt würde. So könnte man es zur Vorgabe machen, dass Investitionen einer der dort festgelegten sechs Säulen<sup>29</sup> dienen (insbesondere der ökologischen und digitalen Transformation) und mit den Empfehlungen des Europäischen Semesters übereinstimmen ([Regulation 2021/241](#)). Zudem sollten, wie für die Nationalen Recovery Pläne, die langfristigen positiven Auswirkungen der Investitionen sowie die Auswirkung der Investition auf die Verschuldungsdynamik dargelegt werden müssen ([EU-KOM 2021](#)). An eine Verknüpfung mit der EU-Taxonomie für nachhaltige Investitionen könnte ebenfalls gedacht werden. Zuletzt wäre zu überlegen, ob man – möglicherweise angelehnt an die Verwendungskriterien für das neu geschaffene deutsche Sondervermögen zur Stärkung der Bundeswehr – Ausnahmen für militärische Beschaffungen macht.

### *III. Interaktion mit dem Eurosystem*

Eine Begrenzung des Primärdefizits im korrektiven Arm des SWPs könnte auch dazu beitragen, die Geldpolitik des Eurosystems zu depolitisieren und auf rechtlich sicherere Füße stellen: Das Primärdefizit wird von der Geldpolitik nicht beeinflusst, sodass das Eurosystem durch das Absenken von Risikoprämien keine zusätzlichen fiskalischen Spielräume schaffen würde. Ebenso könnte auf Basis dieses, von dem Eurosystem unbeeinflussbaren, Indikators entschieden werden, ob die öffentlichen Finanzen eines Staats als nachhaltig gelten. Läge ein solcher positiver Bescheid über nachhaltige Staatsfinanzen vor, hätte das Eurosystem eine starke Legitimationsbasis für seine Staatsanleihenkäufe, da es offiziell als nachhaltig eingestufte Staatsanleihen kauft.

---

<sup>28</sup> Dies gilt umso mehr, da der korrektive Arm bereits quantitative Grenzen setzt. Eine Vielzahl an Indikatoren erhöht die Gefahr, dass sich die Fiskalpolitik vor allem an der Einhaltung dieser orientiert, anstatt sich auf Nachhaltigkeit zu fokussieren. Daher sollte die Zahl der Indikatoren möglichst beschränkt und auf solche fokussiert werden, die einen möglichst guten Proxy für die eigentliche Zielsetzung darstellen. Anderweitig drohen die gleichen Risiken, die auch aus anderen umfangreichen staatlichen Planungssystemen bekannt sind.

<sup>29</sup> Green transition; digital transformation; economic cohesion, productivity and competitiveness; social and territorial cohesion; health, economic, social and institutional resilience; and policies for the next generation.

Welche Form diese Bescheinigung annimmt bzw. welcher prozedurale Schritt der Fiskalregeln diese Bescheinigung auslöst, sollte von der Politik entschieden werden.<sup>30</sup> Eine Möglichkeit wäre, ihre Ausstellung an das EDP zu koppeln. So könnte die Bescheinigung zum Beispiel als erteilt gelten, wenn ein Staat seinem *Fiscal Effort* nachgekommen ist und kein *Excessive Deficit* festgestellt wurde. Fraglich wäre, ob und unter welchen Voraussetzungen die Risikoprämien auch von Staaten in einem EDP gedeckelt werden könnten. Sollten die Voraussetzungen, unter denen die Politik einen nachhaltigen Haushalt bescheinigt, nicht erfüllt sein, bliebe dann nur noch eine Einschränkung der Risikoprämien im Rahmen des OMT. Letzteres setzt ein ESM-Programm voraus (das die Nachhaltigkeit des Haushalts garantieren und die ungewollte Ausweitung finanzieller Spielräume verhindern soll).

Eine so ausgestaltete Interaktion zwischen Geld- und Fiskalpolitik würde nicht nur einer juristischen Grauzone Abhilfe schaffen; sie könnte auch einen substanziellen Beitrag zu einer effektiveren Reduktion der Schuldenquoten leisten: Zum einen stellt die Begrenzung der Risikoprämien einen signifikanten positiven Anreiz zur Regeleinhaltung dar, zum anderen würden moderatere Risikoprämien auch selbst entscheidend zum Rückgang der Schuldenquote in hoch verschuldeten Staaten beitragen (siehe Abbildung 9).

Ein Gegenargument wäre, dass so die disziplinierende Wirkung des Markts auf die Regierungen verloren ginge. Doch dieses Argument fußt auf der Annahme, dass die Kosten der Staatsverschuldung weitgehend von Fundamentaldaten, also der wirtschaftlichen Leistung eines Staats sowie der Finanzpolitik und insbesondere der Höhe der Staatsverschuldung beeinflusst werden. Wie De Grauwe et al. zeigen, ist dies in der Eurozone nicht der Fall: Die Entwicklung der Risikoprämien wird von der von den Fundamentaldaten losgelösten Marktstimmung dominiert.<sup>31</sup> Den großen Einfluss der Marktstimmung sowie ihre nur lose Bindung an Fundamentaldaten antizipierend, schlussfolgert der Delors Report, dass Regeln unumgänglich sind ([Delors Report, S. 20](#)).

Der Fokus auf das Primärdefizit würde die Regeln von damals an eine Welt anpassen, in der Risikoprämien dazu geführt haben, dass eine Defizitbegrenzung fiskal- und geldpolitische Einflüsse verwischt. Gerade in geopolitisch unsicheren Zeiten scheint es wichtiger denn je, dass für die Zentralbank kein Zielkonflikt zwischen der Erfüllung ihres Mandats und der eigenen Legitimation aufkommt. Anderweitig macht sich der Währungsraum angreifbar, denn es könnte die Gefahr einer Destabilisierung durch öffentliche Kampagnen oder juristisches Vorgehen bestehen.

## Europäische Souveränität

Sollte die Europäische Union auch angesichts des russischen Angriffskriegs in der Ukraine ernsthaft politische Souveränität anstreben, bedürfte es einer fundamentalen Analyse und Neuordnung des europäischen Fiskalgerüsts.

Zum einen ist fiskalische Kapazität eng mit staatlicher Souveränität verwoben ([Tilly 1990](#)), Brewer nennt letztere sogar „Sehnen der Macht“ ([Brewer 1989](#)). Die Entwicklung in der Eurozone weg von ausfallsicheren Anleihen mit niedrigen Zinsdifferenzen hin zu Anleihen mit Ausfallrisiko und höheren, volatileren Zinsen stellt daher auch einen **historischen Sonderfall** dar. Ob die Niederlande im 16. Jahrhundert, die Briten im

---

<sup>30</sup> Denn die Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen lässt sich nicht allein an finanzpolitischen Zahlen ablesen, sondern hängt – insbesondere in komplexeren Fällen – auch stark davon ab, ob ihnen von der Politik das Vertrauen ausgesprochen wird: Das senkt die Finanzierungskosten und sichert Zugang zum Finanzmarkt, zwei essenzielle Faktoren für Staaten mit hoher Verschuldung.

<sup>31</sup> Und selbst wenn Risikoprämien stärker von der Schuldenquote eines Staats getrieben wären, ist fraglich, inwieweit das rechtzeitig eine disziplinierende Wirkung für die amtierende Regierung entfalten würde: Denn abgesehen von Schocks, die die Liquidität eines Staats in Frage stellen, werden Risikoprämien selten so schnell steigen, dass sie einen unmittelbaren signifikanten Einfluss auf die Finanzierungskosten haben.

18. Jahrhundert (Tilly 1990) oder die USA im 19. Jahrhundert, aufstrebende Mächte setzten historisch *alles* daran, die Kosten der eigenen Kredite zu senken und deren Ausfallrisiko durch Besicherung oder Einführung eines *Lender of Last Resort* zu minimieren bzw. zu eliminieren.

Zum anderen entfällt die ursprüngliche Begründung zur Begrenzung der Schuldenquote: Laut European Fiscal Board (EFB, 2019) war Ziel dieser Begrenzung der Schuldenquote die Vermeidung fiskalischer Dominanz. Das EFB verweist dabei auf die Beschreibung von fiskalischer Dominanz bei Sargent and Wallace (1981). In dem Modell von Sargent and Wallace dominiert die Fiskalpolitik die Geldpolitik, wenn die Geldpolitik Defizite monetär finanzieren muss und folglich die Geldmenge steigt. Sargent und Wallace gehen dabei von einer „monetaristischen Ökonomie“ aus, in welcher die Inflation steigt, wenn die Zentralbankgeldmenge steigt. Bindseil zeigte 2004, dass ein solcher Zusammenhang schon aus theoretischer Sicht nicht haltbar ist (Bindseil 2004). Die Ankaufprogramme großer Zentralbanken seit der Finanzkrise 2008 haben dann auch in der Praxis gezeigt, dass die Geldmenge an sich keinen Einfluss auf das Preisniveau hat und dass die Fed und das Eurosystem stattdessen über das von ihnen festgelegte Zinsniveau Einfluss auf die aggregierte Nachfrage und damit auf das Preisniveau nehmen. Konkret legen Fed und Eurosystem jeweils eine Zinsuntergrenze für die kurzfristigen Zinsen fest (Details siehe Kern, im Erscheinen begriffen). Solang sie dies unabhängig tun kann, ist die Autonomie der Geldpolitik gewährleistet. An dieser Unabhängigkeit gibt es keinen Grund, zu zweifeln.<sup>32</sup> Die ursprüngliche theoretische Grundlage zur Begrenzung der Schuldenquote trägt heute also nicht mehr.<sup>33</sup> Mit ihr kann die Begrenzung der Schuldenquote auf 60 % nicht gerechtfertigt werden.

Ein souveränes, handlungsfähiges Europa bedürfte also nicht nur einer sicheren, ex ante unbegrenzten Kreditversorgung, es gibt heute auch keine stichhaltigen theoretischen Argumente, wieso diese nicht möglich sein sollte. Die Begrenzung der Schuldenquote ist nicht mehr und nicht weniger als ein selbst angelegtes Korsett.

Ebenso sind Risikoprämien hausgemacht. Sowohl für die Begrenzung der Schuldenquote wie auch für Risikoprämien kann man politökonomische Gründe finden – so könnten Risikoprämien zum Beispiel als schrittweise Eskalationsstufen hin zur Ablehnung einer Staatsanleihe als Eurosystem-Kollateral interpretiert werden –, sie sind jedoch nicht nötig. Daher bedarf es in jeder Situation einer Kosten-Nutzen-Rechnung, die aufgrund der Machtanfordernisse einer souveränen EU wahrscheinlich zugunsten ausfallsicherer Staatsanleihen ausschlagen würde.

---

32 Die institutionelle Architektur des Eurosystems sieht quasi unkündbare Notenbankpräsidenten mit acht Jahren laufenden Verträgen vor, stattet sie mit international einmaliger Unabhängigkeit aus und verpflichtet sie auf ein Primärziel (Preisstabilität). Entsprechend ist zu erwarten, dass die handelnden Personen die ihnen übertragene Unabhängigkeit nutzen, um die Vorgaben aus den europäischen Verträgen auch dann zu erfüllen, falls Stimmen aus der Politik sich für eine andere Geldpolitik aussprechen sollten.

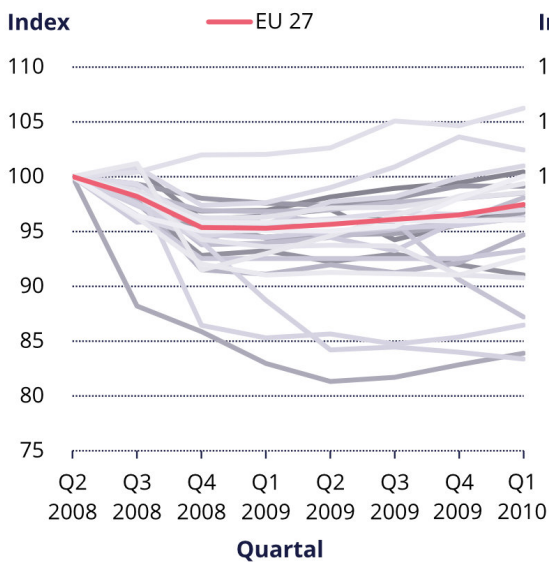
33 Eine weitere mögliche Begründung liefert Jens Weidmann, der den Begriff *Fiscal Dominance* neu besetzt. Er argumentiert auf Basis der Fiscal Theory of the Price Level (FTPL), laut derer der Wert der ausstehenden Staatsverschuldung dem Gegenwartswert aller zukünftigen Primärüberschüsse entspricht. Wird die Verschuldung erhöht, ohne dass der erwartete Primärüberschuss steigt, sollten demnach die Preise für Anleihen fallen, beziehungsweise die Verschuldungskosten steigen. Laut Weidmann könnte es in einer solchen Situation dazu kommen, dass Regierungen auf die Zentralbank Druck ausüben, um den Marktwert der Verschuldung zu stabilisieren (Weidmann, 2020). Eine detaillierte Diskussion dieses Arguments sprengt den Rahmen dieses Papiers. Zwei Anmerkungen wollen wir jedoch machen: Erstens scheint es mindestens diskussionswürdig, ob die Bewertung der Staatsschuld, wie von der FTPL argumentiert, einem ähnlichen Prinzip wie die zur Unternehmensbewertung oft genutzte Discounted Cashflow Analysis folgt. Zweitens bedarf es sehr großer Zinserhöhungen oder eines sehr starken Anstiegs der Verschuldung, damit die Zinspolitik der Zentralbank signifikante Auswirkungen auf die aktuellen Finanzierungskosten eines Staats hat: So wird im Jahr zum Beispiel nur durchschnittlich ein Siebtel der italienischen Staatsverschuldung fällig. Vier Zinserhöhungen der Zentralbank um insgesamt 100 Basispunkte würden also zu einem Anstieg der Finanzierungskosten des italienischen Staats um lediglich 0,14 Prozentpunkte führen. Zinsanstiege in solchen Größenordnungen führen in den allerersten Fällen unmittelbar zu Problemen, können aber mittel- oder langfristig problematisch werden, wenn sich die höheren Zinsen auf das gesamte Staatsanleihenportfolio auswirken. Daher müssten Finanzpolitiker mit einer gewissen Vorausschau agieren, falls sie aus Bedenken über künftig höhere Finanzierungskosten gewillt wären, die Zentralbank zu beeinflussen, die Zinsen niedrig zu halten. Eben diese vorausschauende Denkweise wird Finanzpolitikern, die eine hohe Verschuldung eingehen oder höhere Inflation tolerieren, aber abgesprochen.

## Ausblick

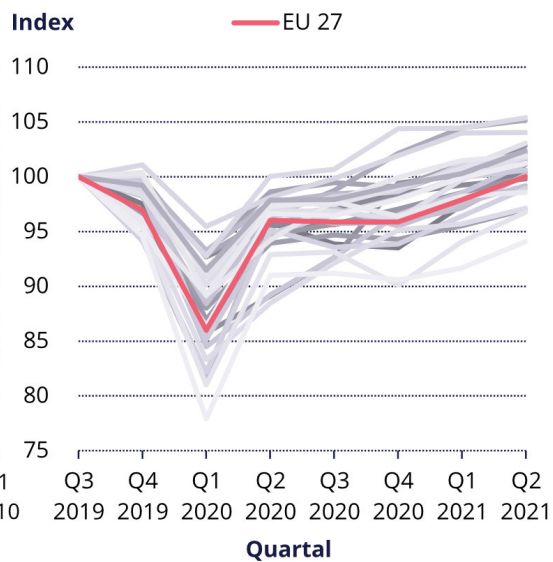
Europa befand sich seit der Finanzkrise in einem suboptimalen Gleichgewicht mit geringem Wachstum, hohen Schuldenquoten sowie zunehmend auseinanderlaufenden wirtschaftlichen Entwicklungspfaden und Ungleichgewichten. Seit dem russischen Angriffskrieg auf die Ukraine ist zudem klar geworden, in welch signifikanten geopolitischen Abhängigkeiten sich Europa momentan befindet. Das auch der herausfordernden politischen Lage geschuldete, unklare institutionelle finanzpolitische Gerüst hat seinen Teil dazu beigetragen.

Im Zuge der Coronapandemie wurden jedoch beträchtliche Schritte unternommen, um Europa auf einen höheren und nachhaltigeren Wachstumspfad zurückzuführen: Der Unterschied zur Finanzkrise ist bereits deutlich sichtbar. Im Gegensatz zu 2010 hat das europäische BIP bereits wieder das Vorkrisenniveau erreicht, auch die Divergenz der nationalen Wachstumspfade ist deutlich geringer (siehe Abbildung 11).

**EU-Staaten-BIP seit Beginn der Finanzkrise**  
Saisonbereingt, indexiert zu 100 Q2 2008



**EU-Staaten-BIP seit Beginn der Coronakrise**  
Indexiert zu 100 in Q3 2019, ohne Irland



**Dezernat Zukunft**  
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 11: EU-Staaten-BIP seit Beginn der Finanzkrise + EU-Staaten-BIP seit Beginn der Coronakrise; Quelle: Ameco

Die weitere Entwicklung wird stark von geopolitischen Faktoren abhängen. Energie- und Rohstoffversorgung werden einen nicht unerheblichen Einfluss auf das Wachstum und die Stabilität der europäischen Wirtschaft und Finanzen haben. Das fiskalische Regelwerk könnte jedoch seinen Beitrag dazu leisten, dass Europa so stark wie möglich für die kommenden Herausforderungen aufgestellt ist.

Wir schlagen daher vor, das effektive, aber prozyklische *Deficit Criterion* von 3 % mit einer Primärdefizitobergrenze zu unterlegen. Diese sollte so kalibriert sein, dass es mit möglichst großer Wahrscheinlichkeit zu einem Rückgang der Schuldenquote führt. Simulationen zeigen, dass ein 1%-Primärdefizit ein geeigneter Wert sein könnte.

Die Definition eines fiskalpolitischen Ziels auf Basis des primären *Fiscal Stance* ermöglicht es der Geldpolitik, rechtssicher ihrem Mandat nachzugehen. Eine trennschärfere Aufgabenteilung von Geld- und Finanzpolitik wäre wieder hergestellt.

Sollte ein 1%-Primärdefizit im korrektiven Arm überschritten werden, bedarf die fiskalische Nachhaltigkeit einer eingehenderen Prüfung, die im Rahmen des MTOs stattfinden sollte.

Der präventive Arm und insbesondere das MTO geben dafür schon heute den Rahmen vor, sollten aber dringend weiterentwickelt und vereinfacht werden. Im Zentrum unserer Vorschläge steht hier eine weiterentwickelte Schätzung des Produktionspotenzials, eine Vereinfachung der *Fiscal-Effort-Matrix*, sowie eine Anpassung der *Investment Clause*, die an NextGenEU und militärische sowie energiepolitische Bedarfe angepasst werden sollte.

Unsere Vorschläge bleiben dabei nicht nur im aktuellen primärrechtlichen Rahmen, sie könnten auch dazu beitragen, dass das aktuelle Regelwerk nachhaltiger, durchsetzbarer, kohärenter und für alle Beteiligten nachvollziehbarer wird.

Sollen nicht nur die Fiskalregeln innerhalb des bestehenden primärrechtlichen Rahmens optimiert, sondern auch die europäische Souveränität substantiell gestärkt werden, sollte die explizite Beschränkung fiskalischer Kapazität durch Schuldenquoten in der EU überdacht werden. Das gilt umso mehr, da der ehemalige theoretische Grund zur Begrenzung der Schuldenquote heute hinfällig ist.



## Literaturverzeichnis

- Brewer, John. „The Sinews of Power. War, Money and the English State, 1688-1783“. New York: Alfred A. Knopf, 1989. <https://www.hup.harvard.edu/catalog.php?isbn=9780674809307>.
- Baldwin, Richard et al. „Rebooting the Eurozone: Step I – agreeing a crisis narrative“. CEPR Policy Insight No. 85, November 2015. [https://cepr.org/sites/default/files/policy\\_insights/PolicyInsight85.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight85.pdf).
- Bańkowski, Krzysztof und Marien Ferdinandusse. „Euro area fiscal stance“. ECB Occasional Paper Series No 182, January 2017. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/ecb\\_-\\_euro\\_area\\_fiscal\\_stance.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/ecb_-_euro_area_fiscal_stance.pdf).
- Bindseil, Ulrich. „The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine“. Working Paper Series 372, European Central Bank, 2004. <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/2004372.html>.
- Blanchard, Olivier. „Public Debt and Low Interest Rates“. *American Economic Review*, Vol. 109, No. 4 (2019): 1197-1229. [Public Debt and Low Interest Rates - American Economic Association \(aeaweb.org\)](https://www.aeaweb.org/publications/2019-04-01-public-debt-and-low-interest-rates).
- Blanchard, Olivier J. und Lawrence H. Summers. „Hysteresis and the European Unemployment Problem,“ NBER Macroeconomics Annual, Stanley Fischer, ed. Vol. 1, Herbst 1986, Cambridge: MIT Press. 15-78. <https://www.nber.org/papers/w1950>.
- Briguglio, Damiano, Lazaros Dimitriadis, Virginia Maestri und Gianluca Papa. „Private Investment in Italy“. European Economy Discussion Paper 108, September 2019. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/dp108\\_en\\_private\\_invest\\_in\\_it.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/dp108_en_private_invest_in_it.pdf).
- Calviño, Nadia. „A Conversation with Nadia Calviño, Finance Minister of Spain“. Live übertragen am 17. Oktober 2019. <https://www.youtube.com/watch?v=hBnsj7tqHU>.
- Cœuré, Benoît. „Convergence matters for monetary policy“. Speech at the Competitiveness Research Network (CompNet) conference in Brussels, 30 June 2017. [Convergence matters for monetary policy \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/speeches/2017/speech170630_en.htm).
- De Grauwe, Paul. „The Political Economy of the Euro“. *Annual Review of Political Science*, Vol. 16 (2013): 153-170. <https://www.annualreviews.org/doi/pdf/10.1146/annurev-polisci-060911-085923>.
- De Grauwe, Paul, Yuemei Ji and Armin Steinbach. „The EU debt crisis: Testing and revisiting conventional legal doctrine“. BMWi Diskussionspapier Nr. 5, 2017. [https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Downloads/Diskussionspapiere/20170822-diskussionspapier-the-eu-debt-crisis.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=22](https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Downloads/Diskussionspapiere/20170822-diskussionspapier-the-eu-debt-crisis.pdf?__blob=publicationFile&v=22).
- Delors, Jacques. „Report on economic and monetary union in the European Community“. Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Präsentiert am 17. April 1989. [publication6161\\_en.pdf \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/1989/pr890417_en.htm).
- Deutsche Bundesbank. „Design and implementation of the European fiscal rules“. Monthly Report, June 2017. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/mL/2017-06-fiscalrules-data.pdf>.
- Esposito, Gianluca, Sergi Lanau und Sebastiaan Pompe. „Judicial System Reform in Italy— A Key to Growth“. IMF Working Paper WP/14/32, Februar 2014. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1432.pdf>.

- European Central Bank. „An overview of the ECB’s monetary policy strategy“. ECB Economic Bulletin, Issue 5/2021. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105\\_01~d813529721.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01~d813529721.en.html).
- European Commission. Communication on the review of the flexibility under the Stability and Growth Pact. Brussels, 23.5.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018D-C0335&from=en>.
- European Commission. Guidance to member states: Recovery and resilience plans. Commission staff working document. Brussels, 22.1.2021. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/document\\_travail\\_service\\_part1\\_v2\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/document_travail_service_part1_v2_en.pdf).
- European Fiscal Board. „Annual Report 2021“. Oktober 2021. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/annual\\_report\\_2021\\_efb\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/annual_report_2021_efb_en_1.pdf).
- European Fiscal Board. „Independent fiscal institutions in the EU fiscal framework“. Workshop 2019. [https://op.europa.eu/o/opportal-service/download-handler?identifi er=5cdf e914-7d04-1\[... \]a75ed71a1&format=pdf&language=en&productionSystem=cellar&part=](https://op.europa.eu/o/opportal-service/download-handler?identifi er=5cdf e914-7d04-1[... ]a75ed71a1&format=pdf&language=en&productionSystem=cellar&part=).
- European Fiscal Board. „Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area“. Juni 2017. [prospective\\_euro\\_area\\_fiscal\\_stance\\_2017\\_0.pdf \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/prospective_euro_area_fiscal_stance_2017_0.pdf).
- Faberman, R. Jason, Andreas I. Mueller, Ayşegül Şahin und Giorgio Topa. „The Shadow Margins of Labor Market Slack“. *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, Vol. 52, Iss. S2 (2020): 355-391. <https://ideas.repec.org/a/wly/jmoncb/v52y2020is2p355-391.html>.
- Federal Reserve Board. „What is the lowest level of unemployment that the U.S. economy can sustain?“ September 16, 2020. [https://www.federalreserve.gov/faqs/economy\\_14424.htm](https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14424.htm).
- Friedman, Milton. „The “Plucking Model” of Business Fluctuations revisited“. *Economic Inquiry*, Vol. 31, Iss. 2 (1993): 171-177. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1465-7295.1993.tb00874.x>.
- Furman, Jason and Lawrence Summers. „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“. Discussion Draft, November 2020. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/11/furman-summers-fiscal-reconsideration-discussion-draft.pdf>.
- Ghiglione, Davide. „Foreign investors hindered by Italy’s sluggish legal system“. *Financial Times*, 28.10.2021. <https://www.ft.com/content/0b0fae37-13a8-496a-a9b5-1dcc6a7992a3>.
- Heimberger, Philipp und Jakob Kapeller. „The performativity of potential output: pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies“. *Review of International Political Economy*, Vol. 24, Iss. 5 (2017): 904-928. <https://doi.org/10.1080/09692290.2017.1363797>.
- Heimberger, Philipp, Jakob Kapeller und Bernhard Schütz. „The NAIRU determinants: What’s structural about unemployment in Europe?“ *Journal of Policy Modeling*, Vol. 39, Iss. 5 (2017): 883-908. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2017.04.003>.
- Hristov, Atanas, Rafal Raciborski und Valerie Vandermeulen. „Assessment of the Plausibility of the Output Gap Estimates“. European Economy Economic Brief 023, April 2017. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/eb023\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/eb023_en.pdf).

- Jordà, Òscar und Alan M. Taylor. „The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy“. *The Economic Journal*, Vol. 126, Iss. 590 (2016): 219-255. <https://doi.org/10.1111/eoj.12332>.
- Kalan, Federico Diaz, Adina Popescu und Julien Reynaud. „Thou Shalt Not Breach. The Impact on Sovereign Spreads of Noncomplying with the EU Fiscal Rules“. IMF Working Paper WP/18/87, April 2018. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2018/wp1887.ashx>.
- Kamps, Christophe und Nadine Leiner-Killinger. „Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform“. ECB Occasional Paper Series No. 232, August 2019. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op231~c1ccf67bb3.en.pdf#page10>.
- Keen, Steve. „Incorporating Energy Into Production Functions“. Forbes, August 2016. <https://www.forbes.com/sites/stevekeen/2016/08/19/incorporating-energy-into-production-functions/?sh=a15aa8847ccc>.
- Lagarde, Christine. Press conference, Frankfurt am Main, 12. März 2020. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html>.
- Larch, Martin, Matthias Busse und László Jankovics. „Enforcement of Fiscal Rules: Lessons From the Fiscal Compact“. Discussion Paper No. 21-085, November 2021. [DP 21-085 \(zew.de\)](https://www.zew.de/DP21-085).
- Larch, Martin und Stefano Santacroce. „Tracking compliance with EU fiscal rules: A new database of the Secretariat of the European Fiscal Board“. September 2020. <https://voxeu.org/article/tracking-compliance-eu-fiscal-rules>.
- Lane, Philip R. „The compass of monetary policy: favourable financing conditions“. Speech at Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25 February 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210225~7e2955b6e5.en.html>.
- Leandro, Álvaro. „The Excessive Deficit Procedure Was Not Supposed to Be the "Naughty Corner". Peterson Institute for International Economics, July 2019. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/excessive-deficit-procedure-was-not-supposed-be-naughty-corner>.
- Mian, Atif, Ludwig Straub und Amir Sufi. „A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits“. Working Paper, letztes Update 3. März 2022. [A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits | Ludwig Straub \(harvard.edu\)](https://www.harvard.edu/ludwigstraub/papers/goldilocks-theory-of-fiscal-deficits).
- Plödt, Martin und Claire A. Reicher. „Estimating fiscal policy reaction functions: The role of model specification“. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 46 (2015): 113-128. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2015.08.005>.
- Repasi, René. „Völkervertragliche Freiräume für EU-Mitgliedstaaten“. *Europarecht*, Jahrgang 48, Heft 1 (2013): 45 – 74. <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/0531-2485-2013-1-45/voelkervertragliche-freiraeume-fuer-eu-mitgliedstaaten-jahrgang-48-2013-heft-1>.
- Sargent, Thomas und Neil Wallace. „Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 5, No. 3 (1981): 1-17. <https://researchdatabase.minneapolisfed.org/downloads/xp68kg33d>.

- Schmidt, Vivien A. „The Eurozone’s Crisis of Democratic Legitimacy: Can the EU Rebuild Public Trust and Support for European Economic Integration?”. European Economy Discussion Paper 015, September 2015. [The Eurozone’s Crisis of Democratic Legitimacy. Can the EU Rebuild Public Trust and Support for European Economic Integration? \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/press-communications/infographic/infographic-eurozone-crisis-democratic-legitimacy).
- Schuknecht, Ludger, Philippe Moutot, Philipp Rother und Jürgen Stark. „The Stability And Growth Pact - Crisis And Reform”. ECB Occasional Paper Series No. 129, September 2011. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp129.pdf>.
- Schuster, Florian, Max Krahe und Philippa Sigl-Glöckner. „Wird die Konjunkturkomponente der Schuldenbremse ihrer Aufgabe noch gerecht?”. *Wirtschaftsdienst*, 101 (2021): 621–628. <https://doi.org/10.1007/s10273-021-2984-4>.
- Schuster, Florian, Maximilian Krahe, Pola Schneemelcher und Philippa Sigl-Glöckner. „Do the MTO’s Cyclically Adjusted Budget Balances Serve Their Purpose? An Analysis and a Reform Proposal”, April 2022. <http://www.dezernatzukunft.org/wp-content/uploads/2022/04/Schuster-et-al-2022-Do-the-MTOs-Cyclically-Adjusted-Budget-Balances-Serve-Their-Purpose.pdf>.
- Schwendner, Peter, Martin Schüle, Thomas Ott und Martin Hillebrand. „European Government Bond Dynamics and Stability Policies: Taming Contagion Risks”. *Journal of Network Theory in Finance*, Vol. 1, No. 4 (2015): [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2601651](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2601651).
- Tilly, Charles. „Coercion, Capital and European States, A.D. 990 – 1992”. Cambridge: Blackwell, 1990. [https://books.google.de/books/about/Coercion\\_Capital\\_and\\_European\\_States\\_AD.html?id=fvjLRwAACAAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.de/books/about/Coercion_Capital_and_European_States_AD.html?id=fvjLRwAACAAJ&redir_esc=y).
- Weidmann, Jens. „Too close for comfort? The relationship between monetary and fiscal policy”. Speech at the OMFIF Virtual Panel, 5.11.2020. <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/too-close-for-comfort-the-relationship-between-monetary-and-fiscal-policy-850120#fn>.

# Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

**Das Dezernat Zukunft ist eine überparteiliche Vereinigung, die Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik verständlich, kohärent und relevant erklären und neu denken will. Dabei leiten uns unsere Kennwerte:**

**Demokratie, Menschenwürde und breit verteilter Wohlstand.**

 [www.dezernatzukunft.org](http://www.dezernatzukunft.org)

 [@DezernatZ](https://twitter.com/DezernatZ)

**Diese Arbeit wurde unterstützt von der European Climate Foundation, Franziska-und-Otto-Bennemann Stiftung, Institute for New Economic Thinking, New Economics Foundation und Open Philanthropy.**

## Impressum

### Veröffentlicht durch:

Dezernat Zukunft e.V.,  
Tieckstraße 37, 10115 Berlin  
[www.dezernatzukunft.org](http://www.dezernatzukunft.org)

### Vertretungsberechtigter Vorstand:

Dr. Maximilian Krahé

### Vorstand:

Dr. Maximilian Krahé, Maximilian Paleschke, Nicolas Gassen

Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg

Vereinsregisternummer 36980 B

Inhaltlich Verantwortlicher nach §55 RstV: Dr. Maximilian Krahé

### Herausgeber:

Dr. Maximilian Krahé, Köln  
E-Mail: [max.krahe@dezernatzukunft.org](mailto:max.krahe@dezernatzukunft.org)

### Design:

Burak Korkmaz

Diese Arbeit von Dezernat Zukunft ist lizenziert unter der CC BY-NC 4.0



Die Inhalte können mit klarer Kennzeichnung der Quelle und, sofern angegeben, unter Angabe des Autors bzw. der Autorin verwendet werden.