

WIRTSCHAFT UND FINANZEN

DAS EUROPÄISCHE REGELWERK MUSS REFORMIERT WERDEN

Andrea Boitani und Roberto Tamborini
Dezember 2021



Neue fiskalpolitische Maßnahmen sind notwendig, um einen stabilen und nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung zu bewirken.



Die alten Fiskalregeln sind unbrauchbar geworden, da sie nur bei hohem Defizit greifen und damit spätestens mit der Pandemie nicht mehr tragbar sind, da sie zu höherer Instabilität führen.



Eine Reform des fiskalpolitischen Regelwerks muss auf jeden Fall die auch durch die Pandemie veränderte Lage berücksichtigen.

DAS EUROPÄISCHE REGELWERK MUSS REFORMIERT WERDEN



Neue fiskalpolitische Maßnahmen sind notwendig, um einen stabilen und nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung zu bewirken.



Die alten Fiskalregeln sind unbrauchbar geworden, da sie nur bei hohem Defizit greifen und damit spätestens mit der Pandemie nicht mehr tragbar sind, da sie zu höherer Instabilität führen.



Eine Reform des fiskalpolitischen Regelwerks muss auf jeden Fall die auch durch die Pandemie veränderte Lage berücksichtigen.

Inhalt

1	DIE FISKALREGELN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION WERDEN DREISSIG JAHRE ALT	2
2	DAS TRILEMMA DER WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION	3
3	IMMER NOCH REGELN IM GEGENSATZ ZU ERMESSENSSPIELRAUM?	4
4	EIN AUSBLICK	5
5	EMPFEHLUNGEN	7
	Bibliographie.....	8

1 DIE FISKALREGELN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION WERDEN DREISSIG JAHRE ALT

Wozu braucht eine Währungsunion Fiskalregeln? Kurz: Sind weder Wechselkursschwankungen noch Beschränkungen des Kapitalverkehrs möglich, so stellen Fiskalregeln für Mitgliedsstaaten einen Schutz gegen die von den fiskalpolitischen Beschlüssen anderer Mitgliedsstaaten verursachten Externalitäten dar. Umso mehr gilt dies für die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), da es keine EU-Regierung gibt und die Steuerhoheit weiterhin den Regierungen der Mitgliedsstaaten zukommt (Gros 2021). Dieses Grundprinzip wurde vom 1992 in Kraft getretenen Vertrag von Maastricht übernommen und später im Rahmen des vom Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) von 1997 vorgesehenen Regelwerks weiter ausgebaut; fiskalpolitisch ist der SWP noch heute die Säule der WWU, und zwar trotz bedeutender Änderungen, die zuletzt 2012 in den Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung der Wirtschafts- und Währungsunion, dem sogenannten Europäischen Fiskalpakt, mündeten.

Seit die Fiskalregeln der WWU vor der Jahrhundertwende 1992 etabliert wurden, erfolgten in Wirtschaft, Gesellschaft und Politik tiefgreifende Transformationen, die mit drei weltweiten Krisen einhergingen: dem Terroranschlag auf die Zwillingstürme des New Yorker World Trade Centers 2001, der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und der »Großen Rezession« 2008–09 sowie der COVID-19 Pandemie 2020. Über Vor- und Nachteile einer »Fiskalverfassung« der WWU wird noch diskutiert (z. B. Regling 2021), doch die Analyse der EU-Krise und -Stagnation in den 10er-Jahren und die außerordentliche Herausforderung durch die Pandemie führten dazu, dass die herrschenden Fiskalregeln zunehmend als anachronistisch wahrgenommen werden und eine Wiederherstellung des vorpandemischen *status quo ante* undenkbar geworden ist.

Vor dem Pandemieausbruch galten nämlich Regeln, die im geistigen Umfeld der Achtziger und Neunziger Jahre des 20. Jahrhunderts entstanden. Damals genossen fiskalpolitische Maßnahmen ein eher geringes Ansehen, wenn es darum ging, auf die Wirtschafts- und Beschäftigungslage einzuwirken; man hegte die Überzeugung, alles ließe sich durch die Währungspolitik regeln. Seit geraumer Zeit wissen wir jedoch, das dem nicht so ist. Vor allem wenn Zinssätze bei knapp Null (oder gar darunter) liegen und die Konjunktur im Abschwung ist, sind fiskalpolitische Maßnahmen notwendig und auch sehr wirkungsvoll, um einen stabilen und nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung zu bewirken. Die alten europäischen Fiskalregeln, seit März 2020 ausgesetzt, greifen nur bei einer einzigen Art von Externalität, nämlich jener, die von der übermäßigen Verschuldung und/oder dem übermäßigen Defizit eines oder mehrerer Mitgliedsstaaten verursacht wird. Ein solches Übermaß gefährdet die finanzielle Stabilität und drängt die EZB zu einer Monetarisierung von Staatsschulden bzw. zu einem zwischenstaatlichen Transfer, um dadurch einen oder mehrere Mitgliedsstaaten vor dem Staatsbankrott zu bewahren (Martin et al., 2021, S. 2).

Die Zentralbank war im Grunde allein für die Stabilisierungspolitik zuständig, obwohl man wusste, dass die Zentralbank einer Währungsunion angesichts asymmetrischer Schocks (d. h. solcher, die Mitgliedsstaaten in unterschiedlichem Maße bzw. auf unterschiedliche Art und Weise treffen) dieser Aufgabe nicht zur Gänze gewachsen ist (Bofinger, Mayer, 2007). Zudem ignorierte man im Grunde genommen makroökonomische Externalitäten einseitiger fiskalpolitischer Kursänderungen seitens eines Mitgliedsstaates (insbesondere eines großen) in Europa, wo die Handelsbeziehungen sehr intensiv und die Wertschöpfungsketten zunehmend integriert sind. Doch damit nicht genug: Wenn ein Mitgliedsstaat im Alleingang strenge Regeln anwendete, konnte es zu einer Zuspitzung besagter makroökonomischer Externalitäten kommen, wodurch der gemeinsame fiskalpolitische Kurs der Eurozone meistens zu restriktiv statt zu expansiv ausfiel. Auf diese Art erzeugte dieses Regelwerk, auch indem es Erwartungen beeinflusste, Instabilität statt Stabilität.

Die Sache lässt sich anhand eines zukunftsorientierten Beispiels auf den Punkt bringen. Innerhalb bloß eines Jahres plant Deutschland, seine Nettokreditaufnahme von 240 Milliarden im Jahre 2021 (6,95 % des zu erwartenden BIP) auf 80 Milliarden im Jahre 2022 (2,22 % des zu erwartenden BIP) herunterzufahren, um dann rasch zur in der Verfassung verankerten Schuldenbremse zurückzukehren. Dabei scheint Deutschland keine Rücksicht auf Folgen für andere Mitgliedsstaaten der Eurozone zu nehmen, wie dies seit 2011 übrigens wiederholt der Fall war. Eine solche wirtschaftspolitische Vorgangsweise entspricht dem alten europäischen Fiskalregelwerk, ja mehr noch, sie ist der Inbegriff der Fiskalorthodoxie überhaupt. Doch verträgt sich dies eigentlich mit einer Währungsunion, die von weit- und tiefgreifenden makroökonomischen Externalitäten gekennzeichnet ist?¹ Welche Folgen könnte eine bedeutend geringere Emission »sicherer« Finanzinstrumente (wie beispielsweise deutscher *Bundesanleihen*) auf die geldpolitischen Entscheidungen der EZB haben?

Ein Manko der europäischen Fiskalregeln war zudem, dass sie trotz aller guten Absichten prozyklisch wirkten (Darvas, 2019). Schlüsselinstrument der Haushaltsdisziplin wurde in Folge der SWP-Reform 2005 das Verhältnis zwischen strukturellem Haushaltssaldo und BIP, d. h. der um konjunkturelle Effekte sowie Einmalmaßnahmen und sonstige befristeten Maßnahmen bereinigte Haushaltssaldo (in Relation zum BIP), wobei sich Aufschwungsphasen von der Tendenz her zum Positiven und Abschwungsphasen zum Negativen auswirken. Hierdurch wollte man der Prozyklizität, die eindeutig mit dem Kriterium des Defizit/BIP-Verhältnisses verbunden war, entgegenwirken². Eine ausschlaggebende Rolle spielt bei der Berechnung des strukturellen Haushaltssaldo die so-

¹ Laut Buhl, Cohen-Setton e Vallée (2021) bedeutet das deutsche Haushaltsgesetz für die Eurozone einen negativen Fiskalimpuls in der Höhe von 0,6 % des BIP.

² Wenn das BIP in einer Rezessionsphase zurückgeht, steigt das Defizit im Verhältnis zum BIP auch bei gleichbleibendem Defizit. Da Steuereinnahmen in einer Rezessionsphase geringer werden, Sozialleistungsausgaben hingegen steigen, steigt das Defizit im Verhältnis zum BIP um so mehr.

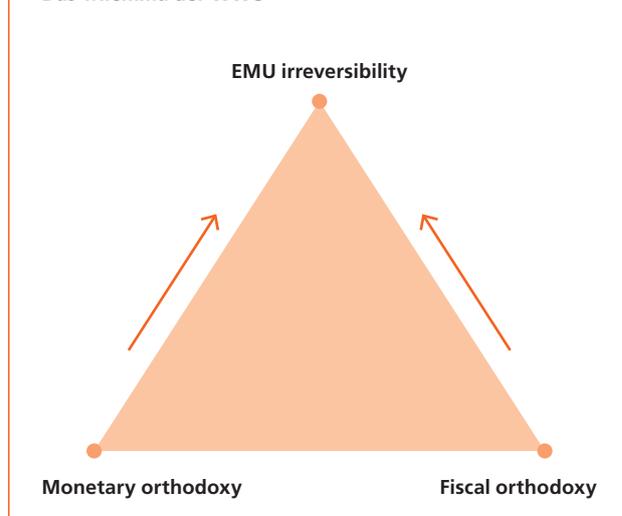
genannte Outputlücke. Je negativer die Outputlücke ausfällt (d. h. je rückläufiger die Wirtschaftslage eines Staates ist), desto geringer ist bei gleichem effektiven (oder, wie man zu sagen pflegt, »nominalen«) Haushaltssaldo das strukturelle Defizit. Problematisch dabei ist, dass die Outputlücke keine beobachtbare Variable ist, da sie der Differenz zwischen tatsächlichem und potentiellm Bruttoinlandsprodukt entspricht, wobei letzteres ebenfalls nicht beobachtbar ist, sondern aufgrund vergangenheitsbezogener Daten geschätzt wird (Heimberger, Kapeller, 2017). So kam es zu einer Schätzungsanpassung des Outputs aufgrund der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts der vergangenen Jahre, die auch Grundlage für eine Schätzungsanpassung des potentiellen Bruttoinlandsproduktes war.³ In Folge einer längeren Rezessionsphase fiel daher die Schätzung des potentiellen Bruttoinlandsproduktes niedriger aus, wodurch sich das tatsächliche Bruttoinlandsprodukt dem potentiellen näherte, die Outputlücke entsprechend kleiner wurde und sich der strukturelle Haushaltssaldo bei gleichbleibendem nominalen Saldo verschlechterte. Die häufigen Schätzungsanpassungen führten zu einer erheblichen Unsicherheit und bedeutenden Fehlern bei der Bestimmung der jeweiligen Konjunkturphase eines Landes sowie der sich daraus ergebenden Vorgabe haushaltspolitischer Maßnahmen zur Einhaltung der vom SWP festgelegten Auflagen. Es hätte geschehen können – und geschah auch tatsächlich –, dass trotz rezessiver Wirtschaftslage restriktive Maßnahmen empfohlen und in manchen Fällen auch wirklich umgesetzt wurden und dies auf der bloßen Grundlage einer geschätzten Abnahme des potentiellen Bruttoinlandsproduktes und entsprechender Zunahme des strukturellen Defizits.

2 DAS TRILEMMA DER WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION

Aus den für die WWU schwierigen 10er-Jahren lässt sich eine über den Stellenwert der Fiskalregeln hinausreichende Lehre ziehen; veranschaulicht wird sie in einem Bild, das Della Posta und Tamborini (2021) das **Trilemma der WWU** nennen (siehe Abb. 1). Durch die »Europäisierung« der Weltwirtschaftskrise 2008–09 sowie durch den Pandemieausbruch wurde deutlich: Im Falle wichtiger **systemischer Schocks** können nur zwei der drei WWU-Säulen – 1. Die Irreversibilität der Währungsunion 2. Die Währungsorthodoxie (Priorität auf Preisstabilität und Verbot der Monetarisierung von Staatsschulden) 3. Die Fiskalorthodoxie (eine nur durch Auflagen in Bezug auf Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung eingeschränkte nationale Steuerhoheit und zusätzlich noch eine Marktdisziplin der Verschuldung) – »gerettet« werden.

In beiden Fällen wurden anfänglich die Zwillingsorthodoxien verteidigt, wobei **das Prinzip einer unumkehrbaren Euro-Mitgliedschaft** in Frage gestellt wurde. In der akuten Phase der Staatsschuldenkrise wurden *Exit*-Versuchungen laut und den Regierungen der Mitgliedsstaaten sowie

Abbildung 1
Das Trilemma der WWU



den EU-Institutionen fiel es schwer, diesen entgegenzuwirken (vielleicht haben sie sie anfangs in manchen Fällen sogar unterstützt). Die Finanz- und Währungsmärkte fingen an, unter dem »Redenominationsrisiko« (*redenomination risk*) zu leiden, d. h. unter dem Länderrisiko eines Euro-Austritts und einer Rückkehr zur nationalen Währung (Di Cesare et al., 2012, De Santis, 2015). Die Sicherung der WWU gelang einzig aufgrund der im Sommer 2012 angekündigten finanziellen Stabilisierungsmaßnahmen der EZB (Wyplosz, 2014). Zwar stehen solche Maßnahmen im Einklang mit den eigentlich weltweit üblichen Aufgaben der Zentralbanken, doch konnten sie auch als Abweichung von der Währungsorthodoxie der WWU ausgelegt werden (vgl. Pfeil an der linken Seite des Dreiecks in Abb. 1).⁴ Fiskalpolitisch erlebte man hingegen eine Verschärfung der Haushaltsvorschriften und der Haushaltskonsolidierungspläne, und dies nicht nur für die am meisten von der Euro-Krise betroffenen Staaten. Aus alledem ergab sich eine widersprüchliche Mischung wirtschaftspolitischer Maßnahmen, die zur langen Stagnation der 10er-Jahre, zum Vertrauensverlust in die WWU und zur Stärkung souveränistischer und eurofeindlicher Bewegungen beitrug.

Auch Anfang 2020, als der Ausbruch der COVID-19 Pandemie in Europa verheerende Auswirkungen auf die Wirtschaft zeitigte, versuchte zunächst einzig die EZB, ihnen durch ein Notfallankaufprogramm der quantitativen Lockerung (*Pandemic Emergency Purchasing Programme*, PEPP) entgegenzuwirken. Die gemeinsame fiskalpolitische Reaktion hingegen erfolgte eher zögernd. Die Regierungen und die EU-Kommission entschieden sich für die vorläufige Aussetzung der Haushaltsregeln, wie es die Verträge im Falle von außerordentlich schwerwiegenden Ereignissen vorsehen. In der Zwischenzeit wurde es zunehmend klarer: Überließ man die medizinische, wirtschaftliche und soziale Reaktionsfähigkeit dem »fiskalen Spielraum« der einzelnen Regierungen,

³ Genauso verhielt es sich mit einer weiteren für den alten Stabilitätspakt relevanten Variable, nämlich mit der mit einer nicht beschleunigten Lohninflation zu vereinbarenden Arbeitslosenquote.

⁴ Entsprechend waren sie, wie bekannt, Gegenstand einiger Klagen beim Deutschen Verfassungsgericht sowie eines Rechtsstreits zwischen dem Deutschen Verfassungsgericht, der EZB und dem Gerichtshof der Europäischen Union.

so bestand das ernstzunehmende Risiko einer kollektiven Katastrophe. Nach langen und angespannten Regierungsverhandlungen, die sich bis Juli 2020 hinzogen, schaffte man es letztendlich, ein weitgefasstes gemeinschaftliches Fiskalprogramm als Ergänzung zur Geldpolitik (*Next Generation EU*, NGEU) zu verabschieden; NGEU enthält bedeutende »heterodoxe« Elemente, wie etwa Mittelbeschaffung durch die Emission von Gemeinschaftsanleihen (vgl. Pfeil an der rechten Seite des Dreiecks in Abb. 1).

Die daraus zu ziehende Lehre für die Zukunft der WWU ist folgende: Um unerwünschte Auswirkungen zu vermeiden, ist eine Änderung der Fiskalregeln unerlässlich, doch muss diese durch einen Mechanismus zur Bewahrung der Irreversibilität der WWU im Falle von systemischen Schocks flankiert werden.

»For extreme adverse events, excessive emphasis on individual liability is counterproductive; in such circumstances the solidarity principle should dominate. The European community thus needs a discussion of the extent to which it is willing to assume tails risks for its members. A commonly acceptable cutoff needs to be identified, agreed upon, clearly communicated, and enforced in future crises« (Brunnermeier et al. 2016, S. 117).

3 IMMER NOCH REGELN IM GEGENSATZ ZU ERMESSENSSPIELRAUM?

Zu den »Zeichen der Zeiten« in denen die Fiskalregeln entstanden, zählt auch eine Reihe von Argumenten der »neoliberalen« Doktrin, die unter Wissenschaftlern weitgehend über Konsens verfügten. Es geht darum, den Spielraum für den Eingriff der öffentlichen Hand in die Wirtschaft einzuschränken und eng an bestimmte Verhaltensregeln zu binden, um erratische und willkürliche Eingriffe zu verhindern (wobei impliziert wird, diese seien *per definitionem* schädlich für Wirtschaft und Bürgerwohl) (Kyland, Prescott, 1977; Barro, Gordon, 1984). Kaum Gehör fanden bis in jüngste Zeiten theoretische und empirische Studien, die die Grenzen dieser Doktrin aufzeigten, insbesondere dann, wenn Träger der Wirtschaftspolitik und Marktteilnehmer es mit unsicheren Zeiten und Umständen zu tun haben (Lohman 1992). Um in solchen Fällen auf bestmögliche Art zu reagieren, bedarf es der **Flexibilität**, d. h. einer Reihe von Alternativen statt eines einzigen im Voraus bestimmten Handlungsmusters.

Wie Mario Draghi (2019) in seiner Rede anlässlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde der Universität Bologna bemerkte, ist ein einzig auf Regeln basierender Ansatz nicht wirksam, *prima facie* weil Regeln eben statisch sind, d. h. »sich im Falle unerwarteter Umstände nicht auf raschem Wege anpassen lassen; Institutionen hingegen können in ihrer Herangehensweise dynamisch und flexibel sein«. Zudem verlieren Regeln an Glaubwürdigkeit, wenn ihre Anwendung allzu oft willkürlich bzw. auf nicht durchschaubare Art flexibel erfolgt. »Aus diesem Grund lösen wirtschaftspolitische Maßnahmen, die dem regelbasierten Ansatz folgen,

immer eine gewisse Spannung aus«. Verlässt man sich gänzlich auf Regeln (und seien sie noch so gut), hat man übrigens damit zu kämpfen, dass keiner, auch die Regierenden und die »Verfassungsgeber« – d. h. die, die die Regeln setzen – nicht, über ein vollständiges Bild zukünftiger wirtschaftlicher Entwicklungen verfügen: Jede Prognose ist somit ungewiss (und nicht bloß probabilistisch gesehen unsicher). In Keynes Worten (1937): In den meisten für Wirtschaft und Gesellschaft relevanten Fällen »verfügen wir einfach über keinerlei Kenntnisse«. Sollten zeitgenössische Neoliberale die »Fallen« der keynschen Philosophie fürchten, so mögen sie diesbezüglich an die Äußerungen Friedrich von Hayeks anlässlich der Verleihung des Nobelpreises denken:

»If man is not to do more harm than good in his efforts to improve the social order, he will have to learn that in this, as in all other fields where essential complexity of an organized kind prevails, he cannot acquire the full knowledge which would make mastery of the events possible« (»The Pretence of Knowledge«, Nobel Memorial Prize Lecture, neueröffnet in *American Economic Review*, 1989, Bd. 79, S. 7)«.

Daraus folgt, dass jeglicher »Vertrag« unter souveränen Staaten notwendigerweise unvollständig ist, weil Regeln eben unmöglich alle möglichen zukünftigen Situationen berücksichtigen können; steigt allein die Anzahl der berücksichtigten Situationen an, so werden die Regeln rasch sehr kompliziert und schwer anzuwenden, können unterschiedlich ausgelegt und selbst umgangen werden (Blanchard et al., 2021). Nicht aus Zufall sind demokratische Verfassungen allgemeine und abstrakte Prinzipsysteme, die keine spezifischen Regeln enthalten. Die Übertragung der Prinzipien in *kontingente* Verhaltensnormen erfolgt durch die Rechtsprechung, die ihrerseits Vorschriften und Durchführungsbestimmungen befolgt, jedoch notgedrungen einen bestimmten Ermessensspielraum zur Verfügung hat. Dieser Ermessensspielraum ist sozusagen ein »nicht zu vermeidendes Übel« unvollständiger Verträge und das Ziel einer jeden Verfassung ist es eben, dieses Übel zu regulieren, aber nicht zu beseitigen.

Die Schwierigkeiten, die hier angedeutet wurden, werden im Rahmen einer zweistufigen Steuerung (einer zentralen und einer nationalen) wie die der WWU weiter zugespitzt. In den USA sind Bundesregierung, Kongress und Federal Reserve für Konjunkturstabilisierungs- und Rezessionsmaßnahmen zuständig, während Bundesstaaten ziemlich strengen Haushalts- (und Schulden-) Restriktionen unterworfen sind. Legitimiert wird diese Strenge dadurch, dass Bundesstaaten im Falle makroökonomischer Schocks nicht auf den eigenen Haushalt zurückgreifen müssen; auch in diesem Fall ist der Bundeshaushalt zuständig. Der alte SWP schrieb den Mitgliedsstaaten (theoretisch) Regeln vor, doch weder EU-Kommission noch EU-Rat verfügten über einen Haushalt, durch den sie einzelnen Mitgliedsstaaten im Falle einer Rezession eine Defizit- und Schuldenerhöhung hätten ersparen können.

Die einzige Folge des zunehmend formalen Bestehens auf Regeln und auf der Nichteinräumung eines Ermessensspielraums war, dass hinter den Kulissen schwer zu durchschauende, willkürliche Verhandlungen stattfanden, teilweise re-

gelrechte Kraftproben zwischen den Regierungen und der EU-Kommission, in denen die Politik, zwangsläufig und zu recht, ihr Primat zurückgewann. Man darf nicht vergessen, dass der Wahlsieg in einer Demokratie die Regierung und das Parlament dazu legitimiert, ihre Macht auszuüben. Bürger, die wählen, wollen dass die Regierung regiert und notwendige Entscheidungen trifft, die auf spezifische, im (unvollständigen) Verfassungsvertrag nicht ausdrücklich vorgesehene Situationen zugeschnitten sind. Nicht nur durch die Diktatur der Mehrheit gerät die Demokratie ins Schwanken: auch durch die Ohnmacht der Mehrheit. Zusammen mit der Macht der globalen Märkte führte die Doktrin, wonach man den Regierungen die Hände binden sollte, de facto und in der öffentlichen Wahrnehmung zu einer Entmachtung gewählter Regierungen, wodurch wiederum die Demokratie im greifbarsten Sinn – als effektiver Willensausdruck der Wähler – ausgehöhlt wurde. Es ist wohl kein Zufall, dass uns solche Entwicklungen nun als Brennstoff der »souveränistischen« Flamme erscheinen.

Schon 2014 sagte der Nobelpreisträger Michael Spence: »Unrealistische Kraftproben, die auf in einer ganz anderen Zeit entstandenen Parametern basieren, haben keinen Sinn mehr«. Heute stimmt dies mehr denn je, da jene Parameter noch unrealistischer geworden sind (man denke vor allem an die Staatsschuldenquote von 60 %, jetzt wo der Eurozonendurchschnitt bei 100 % liegt) und die Kraftproben sich als vergeblich erwiesen haben. Um weitere Dummheiten zu vermeiden, müssen Fiskalregeln einer tiefgreifenden Reform unterzogen werden, die sowohl die veränderte politische und wirtschaftliche Lage wie auch die in der Zwischenzeit neugewonnen theoretischen und empirischen Erkenntnisse berücksichtigt. Mittlerweile besteht diesbezüglich weitgehend wissenschaftlicher Konsens.⁵ Zudem müssen heute noch nicht bestehende Wege erschlossen werden, die im Rahmen des mehrstufigen Systems der WWU ein ausgewogenes Verhältnis zwischen »technischen« Regeln und legitimen wirtschaftspolitischen Ermessensspielräumen, die den Regierungen parlamentarischer Demokratien eigen sind, zu ermöglichen.

4 EIN AUSBLICK

Eine Reform des fiskalpolitischen Regelwerks muss auf jeden Fall die veränderte Lage berücksichtigen.

1) Zinssätze sind heute viel niedriger als zur Zeit der Entstehung der alten Vorschriften in den 90er-Jahren und dementsprechend geringer ist heute auch der Anteil der Zinsausgaben in der Eurozone am Bruttoinlandsprodukt – und dies trotz einer bedeutend höheren Verschuldung. Das heißt, dass die Grenze der Schuldentragfähigkeit nun höher angesetzt werden kann und dies aller Voraussicht nach für längere Zeit, wenn man vom Fortbestehen der weltwei-

ten Sparschwemme und den dadurch tendenziell sinkenden Realzinsen ausgeht.

2) In Folge der Coronakrise wuchs die Staatsschuldenquote aller WWU-Staaten. Die vom alten SWP vorgesehene 60%-Schwelle ist nun für viele Mitgliedsstaaten (für südeuropäische Mitgliedsstaaten, aber auch für Frankreich, Belgien und Österreich) unerreichbar geworden – außer, sie entscheiden sich dafür, die Nachfrage zu drosseln und Europa erneut in eine Rezession fallen zu lassen (Francová et al., 2021). Um die vom Stabilitäts- und Wachstumspakt 2012 vorgesehene »Zwanzigstel-Regel« zu befolgen, wären äußerst hohe Primärüberschüsse erforderlich. Um die »Zwanzigstel-Regel« einzuhalten, müsste ein Staat mit einer Staatsschuldenquote von z. B. 160 % (100 Prozentpunkte über der 60%-Schwelle), diese im ersten Jahr um 5 % und in den darauffolgenden Jahren in zunehmend geringerem Maße reduzieren. Dabei läge die Staatsschuldenquote 2060 noch bei etwa 75 %. Auch wenn der nominale Zinssatz über längere Zeit der nominalen Wachstumsrate entspräche, wäre zur Einhaltung der vom alten Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Regel im ersten Jahr ein Primärüberschuss von 5 % des BIP erforderlich und bis 2031 jährlich immer von über 3 %. Sollte der nominale Zinssatz die Wachstumsrate überschreiten, dann würden diese Anteile erheblich steigen. Auf jeden Fall handelt es sich um eine eher unrealistische Vorgehensweise.

3) Die Defizitschwelle von 3 % des BIP – das *im Falle einer nominalen Wachstumsrate von 5 %* die Schuldenstandquote auf 60 % zurückführen könnte – ist nicht mehr sinnvoll: Einerseits weil die durchschnittliche Staatsschuldenquote der Eurozone bei etwa 100 % liegt und andererseits weil eine nominale Wachstumsrate von 5 % (bei 2 % Inflation) auf jeden Fall unerreichbar ist – außer in den allerersten Jahren nach der Pandemie. Ein Defizit von 3 % ist jedoch mit einer Schuldenstandquote von 100 % vereinbar, wenn man von der wohl eher wahrscheinlichen Prognose eines nominalen Wachstums von 3 % ausgeht (1 % reales Wachstum und 2 % Inflationsrate).

4) Die Staatsschuldenquote ist das Verhältnis der Schulden zum Bruttoinlandsprodukt, daher ergibt sich ihre Variation, indem man die Variation des Nenners von der Variation des Zählers abzieht. Entsprechend wächst die Staatsschuldenquote bei rezessiver Wirtschaftslage, auch wenn der Zähler (d. h. die Verschuldung) nicht wächst. Aus diesem Grund ist es unvernünftig zu verlangen, die Staatsschuldenquote solle stets und auf jeden Fall über einen längeren Zeitraum sinken. Zwar sah der alte SWP vor, die Regeln im Falle weitreichender aggregierter externer Schocks (z. B. die Finanzkrise 2008 oder Covid-19) auszusetzen, doch die makroökonomischen Auswirkungen können im Laufe der Zeit sehr asymmetrisch ausfallen (wie z. B. in den Jahren 2011–2014), wodurch eine einzige Regel, deren Grundlage zudem ein Verhältnis ist, in dem die Variation des Nenners in den verschiedenen Mitgliedsstaaten sehr unterschiedlich ausfällt, ein schwaches und de facto nicht anwendbares Instrument ist.

⁵ Für eine Zusammenfassung siehe den jüngsten Aufsatz des European Stability Mechanism, von Francová, Hitaj et al. (2021).

5) Dass Zinssätze schon seit geraumer Zeit fast bei Null liegen, bedeutet, dass geldpolitische Maßnahmen ihre Wirkung in der ganzen Welt teilweise eingebüßt haben und dass man sich aus diesem Grund nicht allzu sehr auf sie verlassen kann, wenn man weitreichenden negativen – wenn auch womöglich symmetrischen – Schocks entgegenzuwirken hat. Man sollte sich mit der Frage auseinandersetzen, ob nicht fiskalpolitische Maßnahmen häufiger zu Stabilisierungszwecken herangezogen werden sollten, wobei auch die hiermit verbundenen makroökonomischen Externalitäten sehr genau zu berücksichtigen sind. Die Pandemie zeigte deutlich, dass die Wirtschaft der EU-Mitgliedsstaaten in Zukunft nur dann tragfähig sein wird, und zwar ausgehend von der Energiewende, wenn der Staatshaushalt außerordentliche (aber auf keinen Fall zeitlich befristete) Mittel einsetzt. Was geschieht, nachdem NGEU 2026 ausläuft?

An dieser Stelle können wir nicht auf die (häufig sehr technischen) Einzelheiten der zahlreich vorliegenden Vorschläge zur Reform des EU-Regelwerks eingehen. Doch all das, was bisher gesagt wurde, weist darauf hin, dass ein grundlegender Transformationsprozess benötigt wird, der *prima facie* politischer Natur ist, und erst im zweiten Schritt technischer Art.⁶ Sein Hauptziel soll der Fortbestand der Währungsunion sein.

A) VON DER »HORIZONTALLEN« ZUR »VERTIKALEN« KOORDINIERUNG

Die Unmöglichkeit, fiskalpolitische Entscheidungen zur Gänze einzelnen Mitgliedsstaaten zu überlassen, wobei einzig ein Regelwerk zwingend zu befolgen ist, das makroökonomische Externalitäten ignoriert, sollte mittlerweile deutlich geworden sein (Blanchard et al., 2021; Buti und Messori, 2021). Die Zeit, in der es genügte, »Hausaufgaben« zu machen, ist nun vorbei. Die Haushaltspolitik der einzelnen Staaten muss einer wirksameren Kontrolle unterzogen und gleichzeitig koordiniert und harmonisiert werden, damit die Eurozone einen ausgewogenen gemeinsamen fiskalpolitischen Kurs einhalten und die negativen Folgen nationaler Haushaltspolitiken auf andere Mitgliedsstaaten auf ein Minimum reduzieren kann. Was man außerdem klar vor Augen haben sollte, ist das Trade-Off zwischen der haushaltspolitischen Strenge einzelner Mitgliedsstaaten und dem Bestand einer *common fiscal facility* (d. h. eines angemessenen »Bundshaushalt«, um sich der Herausforderung von symmetrisch die Union oder asymmetrisch einzelne Mitgliedsstaaten treffende Rezessionen zu stellen). Sollten NGEU und insbesondere SURE (das europäische Instrument zur Finanzierung von Sozialleistungen in Notlagen) zu permanenten EU-Instrumenten werden, so würde es den Mitgliedsstaaten wohl einfacher fallen, haushaltspolitische Auflagen hinzunehmen und politisch zu kontrollieren, da der EU-Haushalt einen wichtigen Teil der makroökonomischen »Stabilisierungsarbeit« hauptsächlich durch Eigenmittel leisten würde. Sollte dies unmöglich oder unerwünscht sein, so müsste man

sich mit äußerst flexiblen und einer stetigen politischen Neuverhandlung unterworfenen »Regeln« abfinden.

B) TECHNISCHE ASPEKTE UND POLITISCHE VERANTWORTUNG

Die gefährliche Illusion, man könne den Ermessensspielraum politischer Organe durch automatische Algorithmen aufheben, muss man unseres Erachtens fallen lassen. Das Ersetzen eines auf Regeln basierenden Ansatzes durch einen auf Standards basierenden Ansatz, wie es Blanchard et al. empfehlen (2021), ist eine vernünftige Alternative, obwohl sie unter den aktuell vom EU-Vertrag festgelegten Rahmenbedingungen wohl kaum umzusetzen ist. Wir teilen hingegen nicht ihren Vorschlag, Urteilspruch und Sanktionsverhängung in Sachen Nichteinhaltung von Standards, die vom (aufgestockten) *European Fiscal Board* (Europäischer Fiskal Ausschuss, EFA) gesetzt wurden dem Gerichtshof der Europäischen Union zu überlassen. Das würde genau dem widersprechen, was wir in diesem Aufsatz befürworteten, nämlich eine klare Rollentrennung zwischen technischen Evaluierungsorganen und politisch verantwortlichen Organen. Technische Evaluierungen der öffentlichen Finanzen der Mitgliedsstaaten und der WWU insgesamt werden im Rahmen der politisch verantwortlichen Organe in politische Entscheidungen umgesetzt.

Innerhalb der WWU tragen sicherlich die Regierungen der Mitgliedsstaaten die politische Verantwortung, doch müssen sie einer gemeinsamen Souveränitätsausübung mit einer übergeordneten Institution, die die kollektiven Interessen der Union vertreten kann, zustimmen. Unseres Erachtens kann diese nur die EU-Kommission sein, die zur Erstellung technischer Analysen sowie zur Formulierung von Leitlinien zur Standardumsetzung selbstverständlich unabhängige technische Institutionen, wie EFA und nationale Haushaltsbehörden heranziehen wird.

C) VON DER JAHRESBILANZ ZUR SCHULDENTRAGFÄHIGKEIT

Einen weiteren Vorschlag von Blanchard et al. (2021) teilen wir hingegen zur Gänze: Das, was im Mittelpunkt stehen sollte, ist die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung, und zwar ohne diese anhand fixer und für alle Mitgliedsstaaten gleichermaßen gültiger mathematischer Parameter festzulegen. Vor allem aber sollte die Untersuchung der Schuldentragfähigkeit auf nicht beobachtbare Variablen verzichten, etwa Produktionspotential und Outputlücke, deren Schätzung stets (rückblickend) neu angepasst werden müssen. Jeder Mitgliedsstaat sollte regelmäßig einer Untersuchung der Schuldentragfähigkeit unterzogen werden, um festzustellen, ob mit höchster Wahrscheinlichkeit angenommen werden kann, dass die Verschuldung tragfähig ist. Dabei sollen nicht nur landesspezifische Gegebenheiten bzgl. Wirtschaftswachstum, Bevölkerungsdynamik, Entwicklung der Zinssätze (bzw. auf den Schuldendienst bezogene Ausgaben) berücksichtigt werden, sondern auch die gegenwärtige sowie die für die Zukunft geplante Haushaltspolitik. »Durch stochastische Analysen kann die Ungewissheit bzgl. deterministischer Schuldenverläufe erfasst werden ... sie sind Teil der fiskalpolitischen Evaluierungen zahlreicher interna-

⁶ Wir versuchten bereits in Boitani, Tamborini (2021), dessen Umriss zu skizzieren.

tionaler Institutionen geworden« (Martin et al., 2021, S. 6). Da es sich um komplizierte Analysen handelt, sollten diese von einem erweiterten EFA in Zusammenarbeit mit nationalen Institutionen durchgeführt werden.⁷ Sollte die Untersuchung der Schuldentragfähigkeit zeigen, dass die Verschuldung mit höchster Wahrscheinlichkeit nicht tragfähig sein wird, müsste die EU-Kommission (auf EFA-Vorschlag) mit dem betroffenen Mitgliedsstaat ein mehrjähriges Defizitabbauprogramm vereinbaren, »um der Gefährdung der Schuldentragfähigkeit durch Anpassungskosten in der Produktion entgegenzusteuern« (Blanchard et al., 2021, S. 21), mit dem ausdrücklichen Ziel, eine Schuldenkrise des betroffenen Mitgliedsstaats sowie der gesamten WWU zu vermeiden.

D) KONTROLLE DER PRIMÄRAUSGABEN UND GEWÄHRLEISTUNG ÖFFENTLICHER INVESTITIONEN

Schon 2019 empfahl der EFA im Falle eines Schuldenabbaus eine Primärausgabenobergrenze festzusetzen, wobei aber ein im Voraus festgelegter Anteil an Investitionsausgaben gewährleistet werden sollte (*golden rule*, Truger, 2016). Die Energiewende bedarf bedeutender und langfristiger Investitionen: Diese sind undenkbar, wenn man zugleich in allen Mitgliedsstaaten, angefangen bei Deutschland, weiterhin über beträchtliche Primärüberschüsse verfügen möchte. Man ist zu dem Schluss gekommen, dass nach der Pandemie Wiederaufbau und Resilienz auf »Kapitalwiederherstellung und -wachstum (insbesondere bzgl. Human- und Sozialkapital)« fußen werden, wozu es wiederum erforderlich ist, »auch Ausgaben, die von den jetzigen Buchführungssystemen als laufende Ausgaben ausgewiesen werden, aber eigentlich regelrechte Investitionsausgaben sind, über einen bestimmten Zeitraum aufzustocken« (Boitani, Giovannini, 2021). Das wären etwa Ausgaben im Rahmen des Gesundheits- und Bildungswesens. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung ist ein Konstrukt, doch eines, die Werte einer Gesellschaft widerspiegelt und weitergibt. Unvernünftig wäre es nicht, wenn die Reform der europäischen Fiskalregeln und die Einführung der *golden rule* (zumindest versuchsweise) mit einer veränderten Einstufung einiger Schlüsselausgaben einhergehen würde.

Die hier vorgeschlagenen Reformmöglichkeiten erfüllen die Anforderungen der Einfachheit und Beobachtbarkeit relevanter Variablen; zudem bleibt ein Spielraum für eventuell erforderliche Stabilisierungsmaßnahmen, sofern diese nicht von der gemeinsamen Steuerkapazität wahrgenommen werden. Durchführbar, glaubwürdig und politisch vertretbar ist das vorgeschlagene Modell eben aufgrund der Überwindung fixer und allgemeingültiger, zahlenmäßig definierter Ziele und der Einführung einer vernünftigen Flexibilität, die die Prüfung eventuell erforderlicher Abweichungen ermöglichen soll. Es muss betont werden, dass eventuelle Maßnahmen zum Abbau übermäßiger Staatsschulden mit dem Einhalten eines adäquaten gemeinsamen fiskalpoliti-

schen Kurses der Union vereinbar sein müssen, damit negative makroökonomische Externalitäten auf ein Minimum reduziert werden. Dazu bedarf es wiederum einer Koordination der von den einzelnen Mitgliedsstaaten getroffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen im Rahmen einer gemeinsamen Souveränität.

5 EMPFEHLUNGEN

Kurz und bündig: Was sollte die EU-Politik nun tun?

- Erkennen, dass die Wiedereinführung eines prozyklischen, auf für alle gleichermaßen gültigen mathematischen Parametern basierenden Regelwerks (eine Art Maastrichter 2.0) nach Coronavirus für die Stabilität und womöglich sogar für den Fortbestand der Währungsunion eine Gefahr darstellt, und dies zu einem Zeitpunkt, wo die EZB über nur begrenzten Spielraum verfügt.
- Sich rastlos für einen unbefristeten »Bundshaushalt« bemühen, dessen Umfang eine auf die neuerlangte Steuerkapazität der EU gründende, konjunkturstabilisierende Politik ermöglicht.
- Unmissverständlich klären, dass die Politik keineswegs aus ihrer Verantwortung zu flüchten gedenkt. Nationale Regierungen dürfen und müssen die Souveränität mit der Kommission teilen, nicht aber mit den technischen Institutionen, denen man jedoch richtigerweise noch zusätzliche Aufgaben im Bereich der technischen Evaluation zuweisen sollte.
- Erkennen, dass die Regeln es *prima facie* mit der von einer nicht tragfähigen Verschuldung ausgehenden Externalität zu tun haben. Die neuen »Fiskalstandards« sollten so eingerichtet werden, dass die Tragfähigkeit der nationalen Verschuldung mittelfristig gesichert ist; hierzu sollten für jeden Mitgliedsstaat die Beschäftigungslage nicht beeinträchtigende Maßnahmen zur Rückkehr in den Bereich der Tragfähigkeit vorgesehen werden.
- Die Schlüsselrolle der makroökonomischen Externalität und demzufolge eines geeigneten gemeinsamen fiskalpolitischen Kurs der EU zur Kenntnis nehmen.
- Nationale Haushaltskonventionen (zumindest versuchsweise) so reformieren, dass die Kontrolle nationaler Primärausgaben nach Abzug der Investitionsausgaben glaubwürdig und funktionstüchtig wird, um die Verbuchung der Ausgaben für Gesundheits- und Bildungswesen als Investitionsausgaben zu ermöglichen.

⁷ Die technische Komplexität der Indikatoren ist nur dann tragbar, wenn diese nicht automatisch in politisch verbindliche Vorschriften umgesetzt werden, wie es heute der Fall ist, sondern dem politischen Entscheidungsprozess eine Evaluierungsgrundlage liefert.

BIBLIOGRAPHIE

- Barro R. J., Gordon D. B. (1984), »A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model«, *Journal of Political Economy*, 91, Ss. 589–610.
- Blanchard, O., Leandro, A., Zettelmeyer, J. (2021), »Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards«, *Economic Policy*, April, 195–236.
- Bofinger, P., Mayer E. (2007), »Monetary and fiscal policy Interaction in the Euro Area with different assumptions on the Phillips curve«, *Open Economy Review*, 18, 291–305.
- Boitani, A., Giovannini, E. (2021), »Capitale, debito e piani di ripresa e resilienza«, www.lavoce.info, 14. Januar.
- Boitani, A., Tamborini, R. (2021), »The future of the Eurozone: A reflection paper on the North/South divide«, in Caetano, J., et al. (hrsg.), *New Challenges for the Eurozone Governance*, Springer, 1–21.
- Buti, M., Messori, M. (2021), »Euro Area Policy Mix: Form Horizontal to Vertical Coordination«, *CEPR Policy Insight*, n. 113
- Brunnermeier M. K., James H., Landau J.P. (2016), *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton, Princeton University Press.
- Buhl, D., Cohen-Sutton, J., Vallée, S. (2021), »Germany's debt brake and Europe's fiscal stance after Covid-19, German Council of Foreign Relations, DGAP Policy Brief, n.1 Februar.
- Darvas, Z. (2019), »Why structural balances should be scrapped from EU fiscal rules«, *Bruegel Blog*, 1. Oktober
- De Santis R. A. (2015), »A Measure of Redenomination Risk«, *ECB, Working Paper Series*, n. 1785.
- Di Cesare A., Grande G., Manna A., Taboga M. (2012), »Recent Estimates of Sovereign Risk Premia for Euro-Area Countries«, *Bank of Italy Occasional papers* n. 128.
- Della Posta P., Tamborini R. (2021) »The existential trilemma of EMU in a model of fiscal target zone«, *EconPol Working Papers*, n. 66.
- Draghi, M. (2019), »Sovereignty in a globalised world«, *Università degli Studi di Bologna*, 22. Februar.
- EFB (2019), *Assessment of EU fiscal rules*, August, https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en
- Francová, O., Hitaj, E. et al. (2021), »EU fiscal rules: Reform considerations«, *ESM Discussion Paper* n. 17, Oktober.
- Gros D. (2021), »Wrestling with Maastricht in France, Germany and Italy. The Role of the Intellectual Framework«, in Liermann Traniello C., Mayer T., Padadia F., Scotto M. (eds.) *The Value of Money. Controversial Economics Cultures in Europe: Italy and Germany*, Villa Vigoni Verlag.
- Heimberger, P. Kapeller, J. (2017), »The performativity of potential output: pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies«, *Review of International Political Economy*.
- Keynes, J.M., (1937), »The General Theory of Employment«, *The Quarterly Journal of Economics*, 51, 212–223.
- Kydland, F.E., Prescott, E. »Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans«, *Journal of Political Economy*, 1977, Bd. 85, 473–491.
- Lohman S. (1992), »Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility«, *American Economic Review*, 82, 273–286.
- Martin, P., Pisani Ferry, J., Ragot, X. (2021), »Reforming the European fiscal framework«, *Conseil d'analyse économique*, Note n. 63, April.
- Regling K. (2021), Interview mit *Der Spiegel*, 15. Oktober.
- Spence, M. (2014), Interview mit *La Repubblica*, 14. August.
- Truger, A., (2016), »The Golden Rule of public investment – A necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework?«, *IMK, Hans-Böckler-Stiftung*, WP No. 168
- Wyplosz C. (2014), »The Eurozone Crisis: A Near-Perfect Case of Mismanagement«, *Journal of Applied Economics*, vol. 33, Ss. 2–13.

ÜBER DEN AUTOR

Andrea Boitani ist Professor für Ökonomie an der Università Cattolica in Mailand.

Roberto Tamborini ist Professor für Ökonomie an der Università di Trento.

IMPRESSUM

Friedrich-Ebert-Stiftung |
Piazza Capranica 95 | 00186 Rom | Italien

Verantwortlich:
Dr. Tobias Mörschel | Direktor | FES Italien
Tel.: +39 06 82 09 77 90
<https://italia.fes.de/>

Bestellungen/Kontakt:
info@fes-italia.org

Facebook:
[@FESItalia](https://www.facebook.com/FESItalia)

Twitter:
[@FES_Italia](https://twitter.com/FES_Italia)

Eine gewerbliche Nutzung der von der Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.