

# REPORT

IMK Report 159, Juni 2020

Das IMK ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

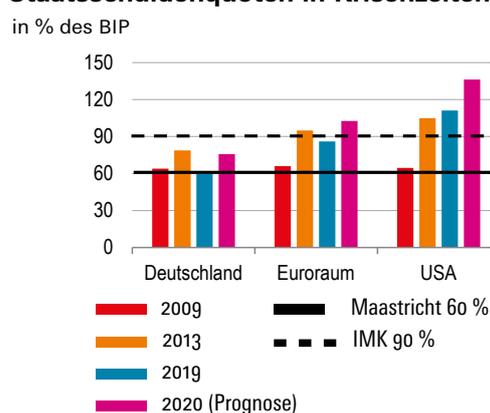
## VORSCHLÄGE ZUR REFORM DER EUROPÄISCHEN FISKALREGELN UND ECONOMIC GOVERNANCE

Sebastian Dullien, Christoph Paetz, Andrew Watt, Sebastian Watzka

### AUF EINEN BLICK

- Die Staatsschuldenquoten werden infolge der Coronakrise weltweit erheblich steigen. Angesichts des strikten fiskalischen Regelwerks für die Mitgliedsländer der EU und insbesondere des Euroraums bedeutet das eine enorme Herausforderung. Die Europäische Kommission berät seit Anfang des Jahres in einem Konsultationsprozess, wie das Regelwerk reformiert werden sollte.
- Das IMK plädiert dabei für eine Reform, die unter Berücksichtigung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Schulden vor allem die kurzfristige Stabilisierung der Gesamtwirtschaft und die langfristige Modernisierung des öffentlichen Kapitalstocks durch geeignete Fiskalregeln fördert.
- Als besonders geeignet erscheint eine Kombination aus Ausgabenregel für nicht-investive, konjunkturunabhängige Ausgaben und Goldener Regel für Investitionen. Die zulässige Schuldenquote sollte als pragmatische Lösung auf 90 % erhöht werden. In Krisenzeiten sollten Ausnahmeregeln gelten. Die vorgeschlagenen Regeln sollen die derzeit geltenden EU-Fiskalregeln ersetzen.
- Gleichzeitig sollte das Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte (Macroeconomic Imbalance Procedure) reformiert werden. Ein wesentlicher Bestandteil ist dabei die Errichtung eines Makroökonomischen Dialogs, der auf die Übereinstimmung mit dem reformierten Regelwerk sowie auf die Konsistenz der nationalen Strategien achtet.

### Staatsschuldenquoten in Krisenzeiten



### PODCAST

Sebastian Watzka zur Reform der europäischen Fiskalregeln  
<https://bit.ly/2Y2BnYH>

# INHALT

<b>Einleitung</b> .....	3
<b>Economic-Governance-Regeln in der Kritik</b> .....	4
Die Entstehung des europäischen Regelwerks .....	4
Kritische Würdigung des Regelwerks .....	5
Infobox 1: Die zyklische Ausrichtung der nationalen Fiskalpolitik im Euroraum ..	6
<b>Kriterien für funktionierende Fiskalregeln auf europäischer Ebene</b> .....	9
<b>Reform der Fiskalregeln</b> .....	11
Ausgabenregel für nicht-investive Ausgaben und Goldene Regel für öffentliche Investitionen .....	11
Infobox 2: Makroökonomische Auswirkungen der Goldenen Regel im Euroraum .....	12
Schuldenziel dem neuen makroökonomischen Umfeld anpassen .....	15
Differenzierte Anpassungsregeln .....	15
Infobox 3: Schuldentragfähigkeitsanalyse in verändertem makroökonomischen Umfeld .....	16
<b>Reform des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten</b> .....	17
Symmetrie .....	17
Fokussierung .....	18
Ownership durch reformierten Europäischen Makroökonomischen Dialog .....	19
<b>Fazit</b> .....	20
Infobox 4: Wirtschaftspolitische Maßnahmen der EU im Zusammenhang mit der Coronapandemie .....	21
<b>Literatur</b> .....	24

# AUTOREN



**Prof. Dr. Sebastian Dullien**  
Wissenschaftlicher Direktor  
sebastian-dullien@boeckler.de



**Christoph Paetz**  
Referat Steuer- und Finanzpolitik  
christoph-paetz@boeckler.de



**Dr. Andrew Watt**  
Referatsleiter Europäische Wirtschaftspolitik  
andrew-watt@boeckler.de



**PD Dr. Sebastian Watzka**  
Referatsleiter Europäische Konjunkturanalyse  
sebastian-watzka@boeckler.de

Die Autoren danken Willi Koll für hilfreiche Kommentare während der Entstehung dieses Textes.

## EINLEITUNG

Der durch die Coronakrise verursachte Einbruch der globalen Wirtschaft und die zur konjunkturellen Stabilisierung verabschiedeten Maßnahmen belasten die öffentlichen Haushalte in den Mitgliedstaaten der EU bereits jetzt schwer. Ein Anstieg der Staatsschuldenquoten, die nach der schweren Finanz- und Eurokrise von 2008 zuletzt wieder gefallen waren, ist unausweichlich geworden. Die notwendige geordnete Verschiebung der finanziellen Lasten des privaten Sektors hin zum Staat wird den Schuldenstand der Mitgliedstaaten in Europa auf Jahre hinweg erheblich erhöhen (Draghi 2020; Europäische Kommission 2020b; IWF 2020). Stützungsmaßnahmen auf der europäischen Ebene sind zwar teils schon beschlossen, teils in der Diskussion. Diese werden aber nicht ausreichen, um eine starke Erhöhung der nationalen Schuldenstände zu vermeiden (► **Infobox 4 auf Seite 21**). **Abbildung 1** zeigt die Entwicklung der Schuldenquoten im Euroraum. Der Anstieg der Schuldenquoten, als auch deren Streuung infolge der Finanzkrise, ist deutlich zu erkennen. Infolge der Coronakrise wird es zu einem ähnlichen, wenn nicht sogar stärkeren Anstieg der Schuldenquoten kommen.

Vor dem Hintergrund eines bereits in der Vergangenheit oftmals als zu restriktiv erachteten fiskalischen Regelwerks in Europa, scheint ein weiteres Auseinanderklaffen zwischen Regelwerk und wirtschaftspolitischer Notwendigkeit mit den

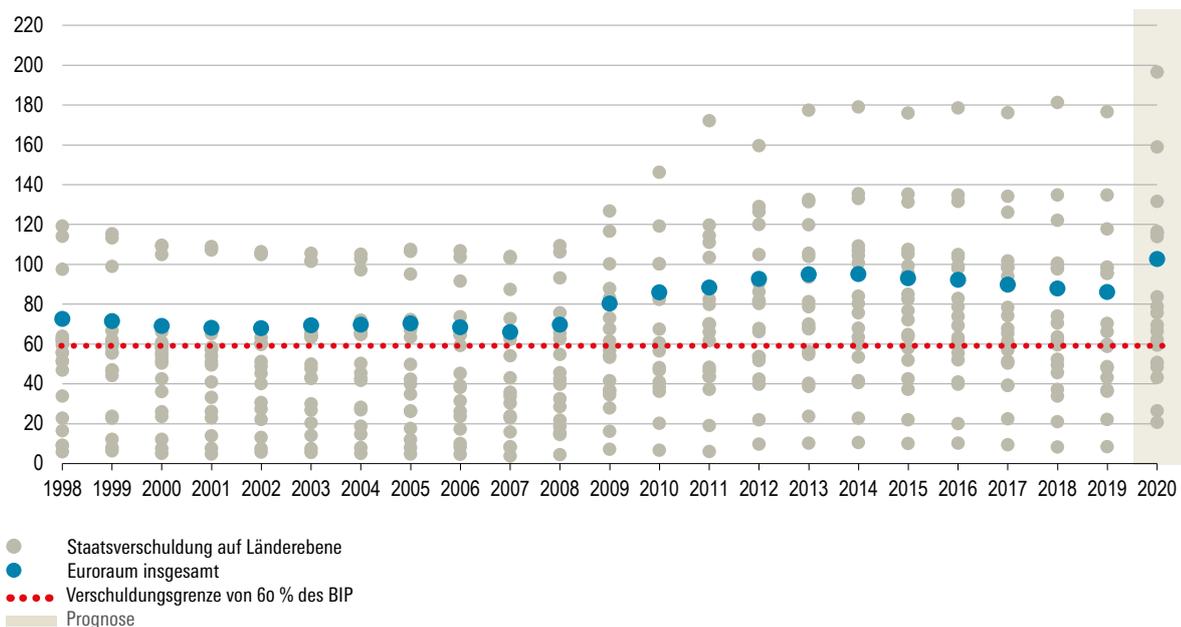
damit verbundenen Spannungen in der EU vorprogrammiert. Angesichts zunehmender europakritischer Tendenzen beispielsweise in Italien könnte der Euroraum eine erneute Austeritätsphase möglicherweise nicht überstehen. Das fiskalische Regelwerk muss so reformiert werden, dass es Wachstum und Beschäftigung in Europa nicht beschränkt. Die von der Europäischen Kommission im Februar dieses Jahres angestoßene öffentliche Debatte zur „Überprüfung der wirtschaftspolitischen Steuerung“ (Europäische Kommission 2020a) bietet eine gute Möglichkeit, eine kritische Bewertung des geltenden Regelwerks vorzunehmen und eigene Vorschläge in die Debatte einzubringen.

Dabei legt das IMK großen Wert auf eine Reform, die unter weiterer Berücksichtigung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Schulden vor allem die kurzfristige Stabilisierung der Gesamtwirtschaft und die langfristige Modernisierung des öffentlichen Kapitalstocks durch geeignete Fiskalregeln fördert. Als besonders geeignet erscheint dabei eine Kombination aus Ausgabenregel für nicht-investive Ausgaben unter Berücksichtigung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung (Benassy-Quere et al. 2018; Claeys et al. 2016; Darvas et al. 2018a) und einer Goldenen Regel für Investitionen (Blanchard et al. 2020; Truger 2016). Die vorgeschlagenen Ausgabenregeln sollen dabei die derzeit geltenden EU-Fiskalregeln ersetzen. Von gleicher Bedeutung ist die Reform des Verfahrens zur Vermeidung und

Abbildung 1

### Staatsschuldenquoten im Euroraum

in % des BIP



Quellen: AMECO, Europäische Kommission (2020b), Macrobond.

Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP). Ein wesentlicher Bestandteil der Reform ist die Errichtung eines Makroökonomischen Dialogs sowohl für den Euroraum als auch in den Mitgliedstaaten, der auf die Übereinstimmung mit dem reformierten Regelwerk sowie auf die Konsistenz der nationalen Strategien achtet (Koll und Watt 2019).

Der Report gliedert sich wie folgt: Zunächst wird das bestehende Regelwerk einer kritischen Würdigung unterworfen. ►Im Anschluss werden Kriterien diskutiert, die Fiskalregeln eines gemeinsamen Währungsraums erfüllen sollten. ►Daran anknüpfend wird ein Vorschlag zur Reform des Fiskalregelwerks skizziert und ein ►Vorschlag zur Reform des MIP präsentiert.

## ECONOMIC-GOVERNANCE-REGELN IN DER KRITIK

### Die Entstehung des europäischen Regelwerks

Seitdem der Maastricht-Vertrag von 1991 Konvergenzkriterien in Form von Defizit- und Schuldenobergrenzen für die Mitgliedschaft in der Wirtschafts- und Währungsunion festgelegt hat, befindet sich das finanz- und wirtschaftspolitische Regelwerk Europas, insbesondere des Euroraums, in einem nahezu stetigem Wandel, ohne dass die Kontroversen darum abgeebbt wären.

Mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) von 1997 wurden die Maastricht-Kriterien für Mitglieder der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) de facto zu einer ständigen Vorschrift: Die Staatsverschuldung sollte unter 60% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) bleiben oder zumindest „rasch genug“ (Artikel 126 AEUV) auf diesen Wert zurückgehen. Die Defizite wurden, außer in tiefen Rezessionen, auf 3% des BIP begrenzt. Die Idee war, dass sie in normalen Zeiten ausgeglichen sein würden; die Defizitgrenze würde es den automatischen Stabilisatoren ermöglichen, in Abschwüngen zu wirken.

In den Jahren vor der Eurokrise überschritten Deutschland und Frankreich wiederholt die 3%-Grenze; sie entzogen sich Sanktionen, mussten aber trotz der anhaltenden Stagnation die Finanzpolitik straffen. Gleichzeitig wurden Länder wie Griechenland, Spanien und Portugal, die ein hohes nominales Wachstum verzeichneten – was zum Teil auf eine überdurchschnittlich hohe Preis- und nominale Lohnkosteninflation zurückzuführen war –, durch die Regeln nicht zu einer restriktiveren Politik gezwungen. Im Jahr 2005 wurde im Rahmen einer Reform versucht, diese Probleme anzugehen, indem die Aufmerksamkeit auf „strukturelle“ (also um konjunkturelle und um einmalige Effekte bereinigte) Defizite gelenkt wurde.

Nachdem die Schuldenstandsquoten im Gefolge der Finanzkrise im Euroraum stark gestiegen waren, begannen die meisten EU-Mitgliedstaaten nach einer sehr kurzen Phase der keynesianischen Fiskalausweitung eine verfrühte und in vielen Ländern extreme Austeritätspolitik, mit dem Ziel, öffentliche Defizite und Schulden rasch unter Kontrolle zu bringen. Das Ergebnis war eine Double-Dip-Rezession, gefolgt in den meisten Ländern von einer anhaltend schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, auch verglichen mit den USA oder den EU-Staaten außerhalb der Währungsunion. Besondere Härten traten in den Ländern auf, die am schlimmsten von der Krise betroffen waren und im Rahmen von EU-koordinierten wirtschaftlichen Anpassungsprogrammen handelten. Die schleppende Erholung bedeutete auch, dass sich Defizite und Schuldenquoten ebenfalls nur langsam verbesserten.

In den Jahren 2011 und 2013 wurden zwei Richtlinienpakete eingeführt, die üblicherweise als Sixpack und Twopack bezeichnet werden. Dabei gab es zwei Hauptziele. Das erste bestand darin, die Einhaltung der fiskalischen Regeln zu stärken. Es wurde ein stärkerer Fokus auf Prävention gelegt, wobei mittelfristige Ziele festgelegt wurden, die eine jährliche Reduzierung des strukturellen Haushaltsaldos um 0,5 Prozentpunkte bewirken sollten. Das Sanktionsregime wurde verschärft. Und die Reform verpflichtete die Länder insbesondere dazu, die Schuldenquote jedes Jahr um 5% der Differenz zwischen dem aktuellen Niveau und 60% zu senken, nachdem das Schuldenkriterium lange Zeit kaum eine praktische Rolle bei der fiskalischen Überwachung gespielt hatte. Zusätzlich verpflichtete der intergouvernementale Fiskalpakt (offiziell: „Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion“) die Länder, Gesetze nach dem Vorbild der deutschen Schuldenbremse zu erlassen, um fiskalische Strenge im innerstaatlichen Recht zu verankern.

Zweitens wurde die Überwachung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten des Euroraums durch die EU ausgeweitet, um das Problem der makroökonomischen Ungleichgewichte – insbesondere Divergenzen der Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsbilanzungleichgewichte – anzugehen. Dies bedeutete eine verspätete Anerkennung der Rolle von Fragen der Zahlungsbilanz und der Anpassung zwischen den Ländern (Allsopp und Watt 2003) in der Krise des Euroraums. Die Wirtschafts- und auch die Sozialpolitik der Mitgliedstaaten wurden im Rahmen des Europäischen Semesters stärker als Ganzes, nicht rein fiskalisch, bewertet. Im Jahr 2015 wurde der fiskalische Rahmen insofern etwas gelockert, als sich die Kommission einen größeren Spielraum bei der Beurteilung einer Defizitverletzung einräumte (Europäische Kommission 2015).

## Kritische Würdigung des Regelwerks

All diese Entwicklungen wurden von einer intensiven wissenschaftlichen und auch öffentlichen Debatte begleitet, zu der das IMK in früheren Publikationen (Horn et al. 2012; Watt und Watzka 2018) beigetragen hat. Die Evaluation des Sixpack und des Twopack durch die EU-Kommission (2020a), den Europäischen Fiskalrat (2019) und in der Wissenschaft haben eine Reihe von Schwächen des Regelwerks aufgezeigt. Einige davon hat die EU-Kommission schon akzeptiert, andere bleiben umstritten. Folgende aufgezeigte Probleme bilden dabei die Grundlage unserer Reformvorschläge:

- Der finanzpolitische Rahmen war trotz Reformen immer mit der Schwierigkeit konfrontiert, eine Balance zwischen längerfristiger Nachhaltigkeit und kurzfristiger Stabilisierung zu finden. Letztlich hat er weder potenziell nicht tragfähige Schuldenniveaus in einigen Ländern verhindert, noch eine angemessene Stabilisierung ermöglicht.
- Das Regelwerk hat in der Praxis weitestgehend prozyklische Politikmaßnahmen bewirkt (Info-box 1), entweder weil die nominalen Obergrenzen in den fiskalischen Regeln und asymmetrische Indikatoren im MIP dies so erforderten oder aufgrund von eher technischen Fragen der Konjunkturbereinigung. Besonders ausgeprägt war die prozyklische Ausrichtung während der Austeritätspolitik in den sogenannten Programmländern mit dramatischen wirtschaftlichen und sozialen Konsequenzen. Die Regeln sorgen aber auch in „guten Zeiten“ nicht in ausreichendem Umfang für eine antizyklische Konsolidierung.
- Trotz der Koordinierungsbemühungen im Rahmen des Europäischen Semesters führen die Regeln für den Euroraum insgesamt nicht zum gewünschten finanzpolitischen Kurs. Dafür wäre eine expansivere Politik in Ländern mit fiskalischem Spielraum notwendig.
- Trotz der Reform von 2015, die in der Praxis wenig Wirkung gezeigt hat, wird die Qualität der öffentlichen Ausgaben kaum berücksichtigt (Europäische Kommission 2020a). Insbesondere werden öffentliche Investitionen (die sich auf längere Sicht zumindest teilweise selbst finanzieren) im Wesentlichen den laufenden Ausgaben gleichgestellt.<sup>1</sup>
- Die Regeln sind übermäßig komplex geworden. Es kommt zu Überschneidungen bei Indikatoren (Defizite, Schulden) oder Regeln (EU- oder nationale auf Basis des Fiskalpakts). Indikatoren kommen zum Einsatz, die nicht beobachtbar sind und häufig revidiert werden (z. B. strukturelle Defizite) oder nicht wirklich unter kurzfristiger staatlicher Kontrolle stehen (Budgetdefizite). Regeln, die eingeführt wurden, um Flexibilität zu ermöglichen, führen zu einem stark politisierten Prozess. Generell besteht ein schwer zu lösender Zielkonflikt zwischen Übersichtlichkeit und Transparenz einerseits und der notwendigen Sensibilität für individuelle Ländersituationen andererseits.
- Teilweise als Folge von Komplexität und Intransparenz, aber auch aus grundlegenden politischen Gründen (Verhängung von Finanzsanktionen auf souveräne Staaten meist in einem Moment, wenn diese sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden) hat sich das Sanktionsregime als nicht praktikabel erwiesen.
- Im Zusammenhang mit dem Spannungsverhältnis zwischen Nachhaltigkeit und Stabilisierung ist die Beziehung zwischen dem MIP, zu dessen Indikatoren die Staatsverschuldung gehört, und den fiskalischen Regeln unklar.
- Das MIP leidet unter einer Reihe von Dysfunktionalitäten. Die Indikatoren im Scoreboard, das zur Bewertung der nationalen Politiken verwendet wird, sind asymmetrisch: am offensichtlichsten im Fall der Obergrenze von 6% des BIP für Überschüsse in der Leistungsbilanz, aber der Untergrenze von -4% für Defizite. Das MIP enthält eine große Anzahl von Indikatoren, denen eine klare Priorisierung fehlt. Soziale Indikatoren (wie z. B. Langzeitarbeitslosigkeit) wurden hinzugefügt, bei denen bestenfalls eine schwache Verbindung zu Fragen makroökonomischer Ungleichgewichte mit grenzübergreifender Relevanz besteht.
- Die Empfehlungen, die im Rahmen des MIP an die Mitgliedstaaten gerichtet wurden, wurden weitgehend ignoriert, obwohl sie auf dem Papier genauso bindend sind wie die fiskalischen Regeln (Europäische Kommission 2020a). Das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (Excessive Imbalance Procedure), in dessen Rahmen ebenso wie im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit Sanktionen verhängt werden können, wurde nicht ein einziges Mal aktiviert. Am eklatantesten ist vielleicht, dass wiederholte Leistungsbilanzüberschüsse, die sogar die asymmetrische Obergrenze von 6% in Deutschland und in den Niederlanden deutlich überschreiten, weder sanktioniert noch korrigiert wurden.

<sup>1</sup> Eine Sorge neueren Datums ist, dass öffentliche Investitionen wie sie im Rahmen des Europäischen Grünen Deals gefordert werden, bei unveränderten Haushaltsregeln in vielen Ländern nicht finanzierbar wären.



## Infobox 1: Die zyklische Ausrichtung der nationalen Fiskalpolitik im Euroraum

Die Fiskalpolitik ist für die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion von besonderer Bedeutung, da andere makroökonomische Stabilisierungsinstrumente, nämlich die nationale Geldpolitik und Wechselkursanpassungen, nicht zur Verfügung stehen. Gleichzeitig beschränken die EU-Regeln die Flexibilität nationaler Finanzpolitiken.

Um zu klären, wie sich die diskretionäre Fiskalpolitik in den Ländern des Euroraums im Hinblick auf den Konjunkturzyklus verhält und ob sich die zyklische Ausrichtung durch die Umsetzung und Erweiterung der fiskalischen Regeln verändert hat, schätzen wir verschiedene fiskalische Reaktionsfunktionen für ein Panel von elf Mitgliedsländern<sup>1</sup> des Euroraums zwischen 1985 und 2015.<sup>2</sup> Zusätzlich wird untersucht, ob die fiskalpolitische Reaktion über den Konjunkturzyklus hinweg symmetrisch oder asymmetrisch war, indem zwischen guten und schlechten wirtschaftlichen Zeiten unterschieden wird. Es ist anzumerken, dass sich die Analyse auf ex-post Ergebnisse der Finanzpolitik und nicht auf ex-ante Finanzpläne konzentriert. Es geht somit darum, was das tatsächliche Ergebnis der Regierungspolitik war und ob diese Politik im Durchschnitt effektiv pro- oder antizyklisch war.

Für die ökonometrische Panel-Analyse folgen wir den Ansätzen von Galí und Perotti (2003), Candelon et al. (2010) und Huart (2012). In der einfachsten Form lautet die zu schätzende fiskalische Reaktionsfunktion (FRF) wie folgt:

$$FP_{it} = \alpha_i + \beta Cycle_{it} + \gamma D_{it-1} + \delta FP_{it-1} + \epsilon_{it},$$

wobei  $FP$  ein Indikator für den diskretionären Fiskalimpuls ist,  $Cycle$  ein Proxy für den Konjunkturverlauf,  $D$  die öffentliche Schuldenstandsquote bezeichnet und die Indizes  $i=1, \dots, N$  sowie  $t=1, \dots, T$  jeweils die Länder- und Zeitdimension der Beobachtung darstellen. Der Koeffizient  $\beta$  erfasst die fiskalische Reaktion im Hinblick auf den Konjunkturzyklus und ist daher der für unsere Betrachtung zentrale Wert.  $D_{it-1}$  fließt in das Modell, um eine langfristig nachhaltige Schuldenstandentwicklung zu berücksichtigen (Bohn 1998) und die verzögerte abhängige Variable  $FP_{it-1}$  kontrolliert für politische Trägheit in den Entscheidungsprozessen.  $\alpha$  fängt den länderspezifischen Effekt auf (country-fixed effect) und  $\epsilon$  ist der Fehlerterm.

Bei der Untersuchung diskretionärer Fiskalpolitik ist die Identifizierung von exogenen fiskalischen

Schocks entscheidend. Daher können wir für den Indikator  $FP$  nicht auf den tatsächlichen Budgetsaldo zurückgreifen, weil dessen Änderungen automatische Schwankungen der Haushaltskomponenten außerhalb der direkten Kontrolle der politischen Entscheidungsträger, einschließen. Stattdessen verwenden wir den konjunkturbereinigten Primärsaldo (CAPB) in % des Potenzialoutputs als unseren Proxy für  $FP$ . CAPB ist ein unbeobachtetes, statistisch ermitteltes Maß, das durch Subtrahieren einer zyklischen Komponente (welche wiederum auf Annahmen hinsichtlich der Haushaltselastizitäten und der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke basiert) von dem tatsächlichen Primärsaldo berechnet wird.<sup>3</sup> Dabei werden Zinszahlungen außen vor gelassen.

Wir schätzen die finanzpolitische Reaktionsfunktion mit einem Instrumentenansatz (IV), welcher sich als Standard in der entsprechenden Literatur etabliert hat, um Endogenität zwischen dem fiskalischen Impuls und dem Konjunkturzyklus (Jaimovich und Panizza 2007) auszuschließen. Als Proxy für die Variable „Cycle“ dient die Produktionslücke des jeweiligen Landes zum Zeitpunkt  $t$ . Diese wird wiederum durch die Lags der länderspezifischen Produktionslücke sowie der Produktionslücke der USA als Proxy für die Weltkonjunktur instrumentiert.

Zur Interpretation der Ergebnisse: Bei  $\beta > 0$  ist die Fiskalpolitik antizyklisch, bei  $\beta < 0$  prozyklisch und bei  $\beta = 0$  (nicht statistisch signifikant) neutral. Unter der Annahme, dass die Regierungen langfristig den Schuldenstand stabilisieren wollen, wird erwartet, dass  $\gamma$  positiv ist, also ein höherer Schuldenstand zu niedrigeren Primärdefiziten führt. Zudem ist zu erwarten, dass es eine gewisse Autokorrelation von Haushaltsentscheidungen gibt und somit auch  $\delta$  positiv ist.

<sup>3</sup> Es sei darauf hingewiesen, dass die Methoden und Annahmen bei der Berechnung des zyklisch bereinigten Primärsaldos in der Kritik stehen (Carnot und de Castro 2015; Heimberger und Kapeller 2017; Truger und Will 2012). Bezüglich der Identifizierung exogener diskretionärer Fiskalschocks bietet die Literatur den narrativen Ansatz von Romer und Romer (2010) als Alternative zum CAPB an. Dabei werden Gesetzestexte und andere historische Dokumente analysiert, um so die Schocks direkt zu identifizieren. Die Europäische Kommission veröffentlicht mit dem Discretionary Fiscal Effort (DFE) eine Zeitreihe in Anlehnung an den narrativen Ansatz (Carnot und de Castro 2015). Leider ist der Zeithorizont des DFE sehr begrenzt (beginnt erst 2010) und es gibt keine anderen umfassenden langfristigen Zeitreihen für eine narrativ identifizierte Reihe fiskalischer Schocks für die hier analysierten Länder. Daher entscheiden wir uns für das CAPB als Maßstab, um die Beobachtungen unserer Panelanalyse zu erhöhen.

<sup>1</sup> Belgien, Deutschland, Griechenland, Finnland, Frankreich, Italien, Irland, Niederlande, Portugal, Spanien, Österreich.

<sup>2</sup> Da wir für die Schätzungen auf den Fiscal Rules Datensatz des Internationalen Währungsfonds (IWF) zugreifen, welcher Informationen bis zum Jahr 2015 enthält, können wir nicht bis zum aktuellen Rand schätzen.

## Fiskalische Reaktionsfunktionen (FRF): Die zyklische Ausrichtung der Fiskalpolitik im Euroraum

Abhängige Variable: CAPB							
	Basis	Asymmetrie	MT	SWP	BBR	DR	ER
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>OG</i>	-0,158*						
	(0,083)						
<i>OG * Abschwung</i>		-0,332***					
		(0,093)					
<i>OG * Aufschwung</i>		-0,104					
		(0,121)					
<i>D<sub>t-1</sub></i>	0,032***	0,033***					
	(0,01)	(0,01)					
<i>FP<sub>t-1</sub></i>	0,62***	0,621***					
	(0,032)	(0,033)					
<i>Wahljahr</i>	-0,303	-0,304					
	(0,230)	(0,230)					
<i>OG<sup>vor</sup> * Abschwung</i>			-0,275*	-0,007	0,111**	0,089*	-0,408**
			(0,150)	(0,099)	(0,053)	(0,051)	(0,163)
<i>OG<sup>nach</sup> * Abschwung</i>			-0,316***	-0,337***	-0,395***	-0,392***	-0,130
			(0,092)	(0,059)	(0,059)	(0,060)	(0,112)
<i>OG<sup>vor</sup> * Aufschwung</i>			-0,197***	-0,071	-0,136**	-0,154***	-0,015
			(0,046)	(0,095)	(0,059)	(0,054)	(0,141)
<i>OG<sup>nach</sup> * Aufschwung</i>			-0,078	-0,052	-0,127	-0,118	-0,149
			(0,162)	(0,229)	(0,157)	(0,164)	(0,138)
<i>D<sub>t-1</sub><sup>vor</sup></i>			0,076***	0,043***	-0,012	-0,009	0,033**
			(0,019)	(0,011)	(0,013)	(0,013)	(0,014)
<i>D<sub>t-1</sub><sup>nach</sup></i>			0,04***	0,052***	0,036***	0,036***	0,041**
			(0,013)	(0,015)	(0,011)	(0,012)	(0,016)
<i>FP<sub>t-1</sub><sup>vor</sup></i>			0,487***	0,612***	0,587***	0,66***	0,676***
			(0,138)	(0,122)	(0,112)	(0,121)	(0,062)
<i>FP<sub>t-1</sub><sup>nach</sup></i>			0,588***	0,552***	0,567***	0,567***	0,274***
			(0,029)	(0,038)	(0,028)	(0,027)	(0,067)
<i>Wahljahr<sup>vor</sup></i>			-1,119**	-0,513**	-0,982***	-1,021***	-0,221
			(0,455)	(0,202)	(0,349)	(0,317)	(0,350)
<i>Wahljahr<sup>nach</sup></i>			-0,124	-0,144	-0,193	-0,167	-0,163
			(0,266)	(0,326)	(0,267)	(0,276)	(0,160)
Finanzkrisen-Dummy	-1,511***	-1,81***	-1,991***	-2,363***	-2,275***	-2,264***	-2,276***
	(0,437)	(0,559)	(0,531)	(0,589)	(0,481)	(0,485)	(0,773)
Beobachtungen	315	315	315	315	315	315	315
Bereinigtes <i>R</i> <sup>2</sup>	0,535	0,535	0,530	0,546	0,541	0,540	0,548

Anmerkungen: Fixed-Effects IV-Panel-Schätzungen der fiskalischen Reaktionsfunktionen für die EWU-11 von 1985-2015. Robuste Standardfehler sind in Klammern angegeben. \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$  zeigt, dass der Koeffizient um 10 %, 5 % bzw. 1 % statistisch signifikant ist. Die Koeffizienten für die Fixed Effects werden nicht berichtet. Abschwung schränkt die Wirkung auf negative und Aufschwung auf positive Variationen der Produktionslücke ein. Wir fügen dem im Text präsentierten Modell einen Finanzkrisen-Dummy hinzu sowie eine Dummy-Variablen für den politischen Zyklus, welche in einem Wahljahr 1 signalisiert. „vor“ beschränkt die Effekte auf Perioden mit und „nach“ ohne die jeweilige Fiskalregel. Wir analysieren den Vertrag von Maastricht (MT) und den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) mit Strukturbrüchen in den Jahren 1992 und 1999 sowie nationale Budget- (BBR), Schuldenstands- (DR) und Ausgabenregeln (ER) aus dem IWF Fiscal Rules Dataset. Für Einnahmenregeln gibt es nicht genügend Beobachtungen in unserem Sample. Daten für Fiskalvariablen und OG kommen von der OECD und sind in % des Potentialoutputs. Schuldenstandsquoten werden durch die Historical Public Debt Database (HPDD) des IWF ergänzt. Der Wahljahr-Dummy stammt von electionresources.org und wurde von uns erweitert. Aufgrund teilweise fehlender Daten bezüglich CAPB und OG ist das Panel unbalanciert.

Quellen: IWF, OECD, electionresources.org, Berechnungen des IMK.

In weiteren Spezifikationen wird das vorgestellte Grundmodell um zwei Dimensionen erweitert. Zum einen wird für Asymmetrie über den Konjunkturzyklus kontrolliert. Dafür erlauben wir unseren  $\beta$ -Koeffizienten zwischen konjunkturellen Auf- und Abschwüngen zu variieren. Definiert werden diese als positive (Aufschwung) bzw. negative (Abschwung) Variationen der Produktionslücke im jeweiligen Jahr. Zum anderen schätzen wir Modellspezifikationen, in denen alle Koeffizienten des Modells zwischen vor und nach Implementierung einer Fiskalregel variieren können.<sup>4</sup> Auf diese Weise können wir zwischen Perioden von unterschiedlichen supranationalen Fiskalregeln innerhalb des Euroraums unterscheiden. Zudem verknüpfen wir die Schätzungen auch mit dem Fiscal Rules Dataset des IWF. Dies erlaubt uns, einzelne nationale Fiskalregeln der Länder und somit zusätzliche Heterogenität bezüglich der unterschiedlichen Designtypen von Fiskalregeln zu untersuchen und zu prüfen, ob einzelne Ausgestaltungen zu stärkerer antizyklischer Stabilisierung führen als andere.

**Tabelle 1** fasst die Ergebnisse der Schätzungen zusammen. Insgesamt war die diskretionäre Finanzpolitik in der EMU-11 über den Analysezeitraum im Durchschnitt geringfügig prozyklisch ausgerichtet (Spalte 1). Allerdings ist das Ergebnis insbesondere durch kontraktive Maßnahmen in konjunkturellen Schwächephasen gekennzeichnet, während die Reaktion im Aufschwung im Allgemeinen neutral war (Spalte 2). Die Ergebnisse bezüglich der anderen Variablen zeigen erwartete Ergebnisse – ein statistisch signifikantes Schuldenstabilisierungsmotiv<sup>5</sup> und Persistenz der Fiskalpolitik.

Die Wirkung der Fiskalregeln auf die konjunk-

turelle Ausrichtung scheint begrenzt. Fiskalregeln verbessern die finanzpolitische Disziplin im konjunkturellen Aufschwung zwar teilweise leicht, machen die Fiskalpolitik also antizyklischer, zudem verstärken sie das Schuldenstabilisierungsmotiv und dämpfen die Tendenz, vor Wahlen Wahlgeschenke zu machen. Aber diese Verbesserungen sind mit enormen makroökonomischen Kosten im Aufschwung verbunden. Dann ist die Fiskalpolitik im Zuge der Regeln deutlich prozyklischer und somit destabilisierend ausgerichtet. Diese Ergebnisse zeigen sich bei den supranationalen Regeln im Euroraum (Spalten 3 und 4) und werden deutlicher bei der Analyse der nationalen Fiskalregeln. In Bezug auf das makroökonomische Stabilisierungsziel schneiden die Ausgabenregeln (Spalte 7) besser ab als die Defizit- oder Schuldenstandsregeln (Spalten 5 und 6). Der Koeffizient der zyklischen Ausrichtung vor Implementierung einer Ausgabenregel und im Aufschwung ist mit  $-0,4$  statistisch signifikant prozyklisch. Diese Prozyklik verschwindet aber für Perioden, in denen eine Ausgabenregel implementiert ist, während der Koeffizient im Aufschwung sich nicht verändert und eine neutrale Reaktion der Finanzpolitik anzeigt. Bei Defizit- und Schuldenstandsregeln ist es umgekehrt: Der Koeffizient im Aufschwung vor Implementierung ist statistisch signifikant prozyklisch ( $-0,14$  und  $-0,15$ )<sup>6</sup> und wird mit der Regel jeweils insignifikant. Diese stabilisierende Wirkung der Regeln im Aufschwung, wird durch eine stärker destabilisierende Ausrichtung im Aufschwung konterkariert ( $-0,4$  bei hoher statistischer Signifikanz). Vor Einführung der Defizit- und Schuldenstandsregeln war die Finanzpolitik im Aufschwung durchschnittlich noch antizyklisch ( $0,1$ ).

---

4 Ein wichtiger Vorbehalt der Analyse ist, dass wir nur für die Existenz einer Regel, nicht aber für ihre Einhaltung kontrollieren. Die jeweiligen Strukturbrüche werden demnach rein exogen motiviert – eine Fiskalregel tritt in Kraft.

5 Wir finden eine ähnliche Größenordnung wie in der empirischen Literatur üblich (Checherita-Westphal and Žd'árek 2017).

---

6 Es ist anzumerken, dass die Implementierung von Defizit- und Schuldenregeln stark korreliert ist. Daher sind die Ergebnisse für diese Kategorien nahezu identisch und nicht sauber voneinander zu trennen.

## KRITERIEN FÜR FUNKTIONIERENDE FISKALREGELN AUF EUROPÄISCHER EBENE

In der Makroökonomie versteht man unter Fiskalregeln permanente Beschränkungen der Finanzpolitik, typischerweise durch einfache numerische Grenzen für Haushaltsaggregate (Kopits und Symansky 1998). Dabei bewegen sich Fiskalregeln in einem Zielkonflikt zwischen der Bekämpfung politökonomischer Lockerungen der Budgetrestriktion des Staates (besser bekannt als „Deficit-Bias“) und einer optimal ausgerichteten Fiskalpolitik. Bei regelgebundener Finanzpolitik sollen über fiskalische Disziplin die Aktivität des Staatssektors beschränkt und die Staatsschulden nachhaltig stabilisiert oder zurückgeführt werden. Gleichzeitig sollte das Regelwerk aber auch so gestaltet sein, dass es weder der notwendigen zyklischen Stabilisierung noch ausreichenden öffentlichen Investitionen im Wege steht.

Neben der generellen Bereitstellung öffentlicher Güter und dem Verfolgen von Umverteilungszielen besteht die Aufgabe der Fiskalpolitik aus makroökonomischer Perspektive darin, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage am Potenzial der Volkswirtschaft zu stabilisieren. Erzeugen Fiskalregeln suboptimale fiskalische Ergebnisse für einzelne Mitgliedsländer einer Währungsunion wie des Euroraums, können sie das Entstehen von makroökonomischen Ungleichgewichten fördern. Wenn ein Mitgliedsstaat beispielsweise über einen längeren Zeitraum eine zu restriktive Fiskalpolitik verfolgt, fehlt inländische Nachfrage, was zu einem Leistungsbilanzüberschuss führen kann. Dies gilt natürlich symmetrisch auch für eine zu expansive Ausrichtung der Fiskalpolitik und einem resultierenden Leistungsbilanzdefizit. Dauert dies über einen längeren Zeitraum an, können sich zum Teil massive makroökonomische Ungleichgewichte aufbauen (s. Ausführungen zur Reform des MIP).

Durch die einseitige Konzentration auf fiskalpolitische Disziplin wird vernachlässigt, welche Rolle die Fiskalpolitik für die Stabilisierung der kurz- und langfristigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung spielt (Furman 2016). Eine wirksame Fiskalpolitik besteht zum einen darin, die automatischen Stabilisatoren in konjunkturellen Schwächephasen oder Aufschwüngen voll wirken zu lassen und nicht prozyklisch gegenzusteuern.<sup>2</sup> Zum anderen kann die Konjunktur auch aktiv über eine diskretionäre Fiskalpolitik beeinflusst werden.

Aktuelle Schätzungen zu Fiskalmultiplikatoren bestärken die traditionelle keynesianische These, dass finanzpolitische Stabilisierungsmaßnahmen wirksam sind und die kurzfristigen Multiplikatoren in der Vergangenheit deutlich unterschätzt wurden (Blanchard und Leigh 2013; House et al. 2019; Gechert 2015). Die Multiplikatorwirkung ist insbesondere in solchen Zeiten hoch, in denen die Geldpolitik an der Nullzinsgrenze angelangt ist (Auerbach und Gorodnichenko 2012) und für Änderungen der öffentlichen Ausgaben (Gechert und Rannenberg 2018). Sparmaßnahmen verringern kurzfristig das Wachstum und können mittel- bis langfristig sogar zu einem Anstieg der öffentlichen Schulden im Verhältnis zum BIP führen (Cottarelli und Jaramillo 2012). Verfrühte Konsolidierungsmaßnahmen führen zu Produktionsverlusten, die das Produktionspotenzial anhaltend senken können (Fatás und Summers 2018; Gechert et al. 2019).

Ein optimales Regelwerk ist dadurch gekennzeichnet, dass die Fiskalpolitik kurzfristig diskretionär auf Schocks reagieren kann, um die gesamtwirtschaftliche Produktion nahe dem Niveau zu halten, bei dem das Inflationsziel erreicht wird und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte moderat bleiben. Langfristig sollten hohe öffentliche Schuldenquoten allmählich auf einen vereinbarten Referenzwert abgesenkt werden, ohne dass kontinuierliche Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen notwendig sind.

Darüber hinaus sollte eine optimale Fiskalpolitik ein ausreichendes Niveau öffentlicher Investitionen bereitstellen. Diese Investitionen spielen eine besondere Rolle für die langfristige gesamtwirtschaftliche Entwicklung (Bom und Ligthart 2014) und ihr Nutzen kommt in beträchtlichem Maß künftigen Generationen zugute. So gibt es gute ökonomische Gründe, Kredite vor allem für öffentliche Investitionen im weitesten Sinne (Infrastruktur, Bildung, Dekarbonisierung) zu verwenden (Hein und Detzer 2014).

Strikte Fiskalregeln können einem angemessenen Niveau öffentlicher Investitionen im Weg stehen. Öffentliche Investitionen geraten insbesondere in fiskalischen Krisensituationen unter Druck, da sie zu verhältnismäßig geringen politischen Kosten und ohne große Zeitverzögerung eingespart werden können. Dies kann man empirisch auch in Europa beobachten. Im letzten Jahrzehnt war die Entwicklung der öffentlichen Investitionen im Euroraum enttäuschend. Der öffentliche Kapitalstock von Deutschland und Frankreich stagniert seit einigen Jahren und in Italien sowie Spanien sind die Nettoinvestitionen sogar deutlich rückläufig gewesen. Bardt et al. (2019) haben für Deutschland einen enormen Investitionsrückstand identifiziert und beziffern die für die nächsten zehn Jahre zusätzlich notwendigen öffentlichen Investitionen auf rund 450 Mrd. Euro.

Wie eingangs beschrieben, ist das Ziel der Implementierung einer Fiskalregel politökonomi-

<sup>2</sup> Die Schlussfolgerung, dass Staatsschulden bei negativen Schocks steigen sollten, ist keine rein keynesianische Schlussfolgerung. So argumentiert Barro (1979) ohne Verweis auf keynesianische Einkommenseffekte, dass öffentliche Schulden makroökonomische Schocks absorbieren sollten.

scher und nicht makroökonomischer Natur. Seit den 1970er Jahren ist ein Trend zu steigenden öffentlichen Schuldenstandsquoten zu beobachten – dieses Problem wird in Verbindung mit dem sogenannten Deficit-Bias gebracht. Unter diesem Begriff wird verstanden, dass Politiker und Politikerinnen aus politökonomischen Gründen die Konsolidierung der Staatsfinanzen vor allem in Aufschwungsphasen vernachlässigen.<sup>3</sup>

Neben nationalstaatlichen Gründen für regelgebundene Finanzpolitik werden häufig zusätzliche Argumente zur Begrenzung von Verschuldung in einer Währungsunion angeführt. Zum einen besteht die Gefahr, dass übermäßig expansive Fiskalpolitik in einem Mitgliedstaat über einen Anstieg der Zinsen negative externe Effekte für den Rest der Währungsunion haben könnte. Eine gemeinsame Fiskalregel koordiniert die nationalen Finanzpolitiken effizienter miteinander und führt somit zu einer optimaleren Ausrichtung der gesamteuropäischen Fiskalpolitik, welche wiederum in Kombination mit der zentralen Geldpolitik zu einem besseren Policy-Mix führt (Claeys et al. 2016). Zum anderen wird argumentiert, dass einzelne Mitgliedsstaaten strategisch nicht-nachhaltige Finanzpolitik betreiben könnten, in der Hoffnung, dass am Ende die Partnerländer einen Teil der Schulden übernehmen. Die zugrunde liegende Logik wäre hier, dass die einzelnen Mitgliedsländer keine eigene Zentralbank haben, welche als Lender-of-Last-Resort einspringen kann und im Falle von hohen Schuldenständen diese mit der Notenpresse finanzieren könnte. Da eine Schuldenkrise im Währungsraum – wie die Eurokrise eindrücklich gezeigt hat – aufgrund der Handels- und Finanzverflechtungen für die Partner wirtschaftlich extrem schmerzhaft sein kann, könnten sich diese gezwungen sehen, ein überschuldetes Land finanziell zu unterstützen.

Insgesamt ist allerdings trotz dieser Argumente weiterhin unklar, ob die Vorteile aus der Konzentration auf finanzpolitische Disziplin die Kosten suboptimaler Fiskalpolitik ausgleichen. Sehr einfach gestaltete Regeln können dem Zielkonflikt im Grunde nicht gerecht werden. Gleichzeitig ist absehbar, dass in dem Mehrebenensystem der EU ein Verzicht auf Fiskalregeln ohnehin politisch unrealistisch wäre. Daher sollte eine fiskalpolitische Regel angestrebt werden, die so weit wie möglich einer optimalen Fiskalpolitik gleichkommt, während sie gleichzeitig Sorgen vor einem Deficit-Bias dämpft (Portes und Wren-Lewis 2015).

Grundsätzlich wird zwischen vier Arten von Fiskalregeln unterschieden, benannt nach dem jewei-

ligen fiskalischen Aggregat was beschränkt wird; Defizit-, Schuldenstands-, Ausgaben- und Einnahmenregeln. Viele Länder kombinieren zwei oder mehrere fiskalische Regeln miteinander, um die einzelnen Mängel verschiedener Arten von fiskalischen Regeln im Hinblick auf die angesprochenen Ziele auszugleichen. Das geschieht auf nationaler Ebene oder in Verbindung mit supranationalen Regeln, wie es sie mit dem oben beschriebenen SWP in der Europäischen Union gibt.

Weitere wesentliche Charakteristiken von Fiskalregeln betreffen die rechtliche Verankerung, die Abdeckung der Fiskalregel in Bezug auf die staatlichen Ebenen und die jeweiligen Aggregate, die konjunkturelle Bereinigung der Zielwerte, Ausnahmeklauseln, automatische Korrekturmechanismen bzw. Sanktionsmöglichkeiten und andere institutionelle Vorkehrungen (Schaechter et al 2012).

Um der Stabilisierungsfunktion der Fiskalpolitik besser nachzukommen, sollten die Zielwerte konjunkturell bereinigt werden. Auf diese Weise können die automatischen Stabilisatoren prinzipiell voll wirken und die Regierungen müssen im Aufschwung sparsamer sein während sie im Abschwung nicht prozyklisch gegensteuern müssen. Trotz Konjunkturbereinigungsverfahren besteht dennoch das Risiko, dass die Fiskalregeln prozyklische Maßnahmen einfordern und in Rezessionsphasen wegen der Endogenität bei der Berechnung des Potenzialoutputs Abwärtsspiralen in Gang setzen (Truger und Will 2012). Dabei reagiert das Potenzialoutput äußerst stark auf aktuelle konjunkturelle Entwicklungen und wird häufig auch rückwirkend revidiert (Claeys et al. 2016). Der konjunkturbedingte Anteil der wirtschaftlichen Entwicklung wird somit kleingerechnet und als strukturell betrachtet. Dadurch besteht die Gefahr, dass die Wirkungsweise der automatischen Stabilisatoren behindert wird. Als Konsequenz kann rein aufgrund technischer Verfahren eine prozyklische Politik verfolgt werden. Somit sollte bei der Ausgestaltung von Fiskalregeln eine Methode gewählt werden, wobei die Berechnung des Potenzials möglichst wenig konjunkturreagibel ist.

Zur Abfederung schwerwiegender Schocks, wie beispielsweise Naturkatastrophen, außergewöhnlicher Notlagen oder schwerer Rezessionen, haben sich Ausnahmeregel als hilfreich erwiesen. Diese werden derzeit während der Covid-19-Pandemie und den damit verbundenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen auch großflächig angewendet. Zwar sind Ausnahmeregel insgesamt unstrittig, jedoch gibt es Debatten darum, welche Ereignisse einen Grund zur Ausnahme darstellen, wie es zu einem Beschluss diesbezüglich kommt und insbesondere wie der Tilgungspfad im Anschluss auszusehen hat. Wichtig dabei ist, dass die Rückführung der Kredite konjunkturgerecht abläuft und keine politisch unrealistischen Anpassungen erfordert.

<sup>3</sup> Als Ursachen für den Deficit-Bias werden in der Literatur u. a. genannt: Interessenskonflikte, Wahlwettbewerb, zeitliche Inkonsistenzen oder Informationsprobleme. Für ausführliche Diskussionen diesbezüglich siehe z. B. Portes und Wren-Lewis (2015) oder Wyplosz (2012). Ähnliche Argumente finden sich auch in der Public-Choice-Literatur, z. B. in Imbeau (2005).

## REFORM DER FISKALREGELN

Ausgehend von den oben aufgestellten Kriterien, die ein gut funktionierendes Fiskalregelwerk erfüllen sollte, wird im Folgenden ein Vorschlag zur Reform der europäischen Fiskalregeln skizziert. Dieser basiert auf einer Kombination ausgewählter Maßnahmen, die bereits seit Längerem in der akademischen und wirtschaftspolitischen Debatte diskutiert werden und erhebt dabei keinen Anspruch auf Vollständigkeit: Die vorgeschlagenen Maßnahmen stellen eine Art Mindestkombination dar, um das Risiko einer fortwährenden Stagnation und einer Überschuldung in der Währungsunion möglichst weit zu senken, ohne eine genuin europäische, gemeinsame Finanzpolitik einzuführen. Dabei wird das Ziel verfolgt, die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten nachhaltig (Vermeidung exzessiver Defizite und Schuldenquoten) und gleichzeitig ausreichend flexibel zu gestalten. Damit soll zum einen ein angemessenes Niveau an öffentlichen Gütern (inklusive eines modernen öffentlichen Kapitalstocks) und Dienstleistungen bereitgestellt werden; zum anderen sollen antizyklische Maßnahmen sowohl im Auf- als auch im Abschwung stabilisierend wirken können.

Als wichtigstes Element dient dabei eine Ausgabenregel für Länder mit hohem Schuldenstand in Bezug auf nicht-investive Ausgaben (ohne konjunkturabhängige Ausgaben, etwa für Arbeitslosenunterstützung) kombiniert mit einer Goldenen Regel für öffentliche Investitionen. Bei der Wahl der Höhe der staatlichen Ausgaben muss sichergestellt sein, dass die Schuldentragfähigkeit der öffentlichen Hand dauerhaft gewährleistet ist. Die langfristig nachhaltige Staatsschuldenquote dürfte sich aufgrund des veränderten makroökonomischen Umfelds deutlich über die 60%-Maastricht-Quote erhöht haben. Wenn die Schuldenquote die langfristige Referenzquote übertrifft, sollten Anpassungsregeln gelten, die den Ausgabenpfad weniger stark wachsen lassen. Um das Problem der mangelnden Durchsetzungsfähigkeit von finanziellen Sanktionen zu vermeiden, werden stattdessen klar definierte Anreize gegeben, um die Einhaltung des Regelwerks innerhalb des Europäischen Semesters zu gewährleisten. Die ebenso notwendigen Reformen des MIP werden ab ►Seite 17 vorgestellt. Die beiden Reformpakete sind komplementär: Das Verhältnis zwischen den Fiskalregeln und dem MIP bzw. dem Europäischen Semester werden im Fazit erörtert.

## Ausgabenregel für nicht-investive Ausgaben und Goldene Regel für öffentliche Investitionen

Grundsätzlich ist das Ziel einer Ausgabenregel die Beschränkung des Wachstums der (nominalen) Staatsausgaben, um eine langfristig nachhaltige Schuldenquote zu erreichen. Ein wesentlicher Vorteil einer solchen Regel gegenüber den derzeitigen Defizitregeln ist, dass sich die automatischen Stabilisatoren weitgehend frei entfalten können und die Regel insofern makroökonomisch stabilisierend wirkt (Benassy-Quere et al. 2018; Brück und Zwiener 2006; Darvas et al. 2018a). Falls Steuereinnahmen konjunkturell bedingt wegfallen (Rezession) oder übermäßig stark wachsen (Boom), steigen die Staatsausgaben immer noch entsprechend der Regel und wirken dementsprechend stabilisierend. Im Fall einer Rezession erzeugt eine Ausgabenregel ein Budgetdefizit, im Fall eines Booms einen Budgetüberschuss.<sup>4</sup>

Die vom IMK vorgeschlagene Regel sieht eine Begrenzung der Zunahme von konjunkturunabhängigen nicht-investiven (nominalen) Staatsausgaben vor, sobald der Schuldenstand eines Landes eine gewisse Grenze überschritten hat.<sup>5</sup> Wie in der Ausgabenregel von u. a. Benassy-Quere et al. (2018) vorgeschlagen, würde das Wachstum dieser Ausgaben dann durch das mittelfristige Wachstum des nominalen BIP-Potenzials begrenzt. Letzteres entspricht der Summe aus dem mittelfristigen Wachstum des realen Produktionspotenzials und des Inflationsziels der EZB.<sup>6</sup> Die Verwendung des Inflationsziels statt der mittelfristigen nationalen Inflationsrate berücksichtigt, dass ein dauerhaftes Abweichen der Teuerung in einem Mitgliedstaat vom Inflationsziel nicht nachhaltig ist. Die Ausgabenregel sollte einen Anpassungsmechanismus beinhalten: Falls ein Mitgliedsland des Euroraums eine als zu hoch angesehene Schuldenquote hat, sollten die Ausgaben dementsprechend etwas weniger stark steigen dürfen, so dass die Zielquote trotzdem längerfristig erreicht wird (Benassy-Quere

---

4 Die automatischen Stabilisatoren der Länder des Euroraums wirken überwiegend auf nationaler Ebene (Arbeitslosenversicherungen, konjunkturabhängige Steuereinnahmen, etc.). Für eine weitergehende makroökonomische Stabilisierungswirkung auf europäischer Ebene könnten diese nationalen Stabilisatoren zum einen erheblich ausgebaut werden, zum anderen könnten Rückversicherungen, bzw. ein Pooling auf europäischer Ebene die Wirkung auf den gesamten Euroraum ausweiten (Dullien 2017).

5 Als konjunkturabhängig wären von dieser Regel etwa Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung oder Grundversicherung ausgenommen.

6 Die Messung der Potenzialwachstumsrate ist gerade am aktuellen Rand mit großen Problemen verbunden (Tooze 2019). Dieses Problem ist allerdings bei Ausgabenpfaden weniger akut als bei Defiziten, weil hier nur die Wachstumsraten in die Berechnungen einfließen und nicht das (deutlich revisionsanfälliger) Niveau des geschätzten Potenzialoutputs.

et al. 2018; Darvas et al. 2018a).<sup>7</sup>

Über dem vorgegebenen Pfad liegende Ausgaben dürfen nur erfolgen, wenn diese budget-neutral sind, d. h. andere Ausgaben im selben Umfang eingespart oder zusätzliche Steuern eingenommen werden. Analog sollten Steuersenkungen nur budget-neutral erfolgen dürfen. Insofern beinhaltet der Vorschlag eine Wachstumsbegrenzung der Ausgaben als auch ein Verbot ungedeckter Steuersenkungen.<sup>8</sup> Sobald der Schuldenstand eines Landes unter den Referenzwert für die Staatsschuldenquote fällt, oder der strukturelle Primärsaldo ein Niveau erreicht hat, dass auch ohne weitere Ausgabenzurückhaltung eine zügig fallende Schuldenquote garantiert, sollten die Beschränkungen ausgesetzt werden. Darüber hinaus sollten auch weiterhin Ausnahmeregeln die Möglichkeit zulassen, dass Mitgliedsländer bei schwerer wirtschaftlicher oder sonstiger Notlage von der Ausgabenregel temporär abweichen dürfen. Dies könnte beispielsweise durch qualifizierten Mehrheitsbeschluss der Eurogruppe entschieden werden.

Wie erwähnt sollte die vorgeschlagene Ausgabenregel nur für nicht-investive Ausgaben des

Staates gelten. Für öffentliche Investitionen wird dagegen eine Goldene Regel bevorzugt, die schuldenfinanzierte Nettoinvestitionen ermöglichen soll (Truger 2016; Bardt et al. 2019, Blanchard et al. 2020). Das Prinzip der Goldenen Regel, das in der Finanzwissenschaft seit langem fest verankert ist, ist es, öffentliche Investitionen über Kredit zu finanzieren. Damit werden auch künftige Generationen an der Finanzierung des größeren und moderneren Kapitalstocks beteiligt, von dem sie profitieren werden. Zusätzlich erhöht die Goldene Regel langfristig den Investitionspfad und vermittelt dem Privatsektor Planungssicherheit (Hüther 2019).

Dafür muss der Investitionsbegriff geklärt werden. Zunächst lassen sich die öffentlichen Investitionen traditionell nach der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) definieren. Dies betrifft hauptsächlich materielle Vermögenswerte (Ausrüstung, Bau, Infrastruktur und andere Investitionsgüter mit einer wirtschaftlichen Lebensdauer von mehr als einem Jahr). Diese können im Durchschnitt als wachstumsfördernd eingestuft werden (Bom und Ligthart 2014). Eine pragmatische Operationalisierung folgt somit der VGR-Abgrenzung (Truger 2015). Es sollte aber darüber nachgedacht werden, den Investitionsbegriff weiter zu fassen. Ausgaben für Bildung und Humankapital beispielsweise steigern im Durchschnitt langfristig das Produktionspotenzial.

Simulationen zeigen, dass das BIP des Euroraums durch Anwendung einer solchen Goldenen Regel in der Vergangenheit wesentlich stärker gewachsen wäre, ohne dass die Schuldentragfähigkeit dadurch beeinträchtigt worden wäre (Infobox 2).

Die vorgeschlagene Kombination aus Ausgabenregel und Goldener Regel für Investitionen stellt ein geeignetes Instrument dar, um die öffentlichen Ausgaben auf der einen Seite im Sinne der Nachhaltigkeit hinreichend zu begrenzen. Auf der anderen Seite erlaubt sie aber auch, die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen und es den Regierungen gleichzeitig zu ermöglichen, diskretionäre Maßnahmen zu ergreifen.

<sup>7</sup> Formal könnte eine solche Ausgabenregel die Form  $g_t = y^* + \pi^* - \delta(d_t - d^*)$  annehmen, wobei  $g_t$  die Wachstumsrate der nominalen nicht-investiven Staatsausgaben,  $y^*$  das langfristige Wachstum des Potenzialoutputs,  $\pi^*$  die langfristige Inflationserwartung (etwa das Inflationsziel von 2%) und  $d_t - d^*$  den Abstand der tatsächlichen Schuldenquote zur Zielschuldenquote darstellen. Der Parameter  $\delta$  steuert dann die Anpassungsgeschwindigkeit zur Zielschuldenquote. Werte für  $\delta$  sind in der Literatur umstritten, beispielsweise schlagen Claeys et al. (2016) einen Wert von 0,02 vor. IMK-Simulationen für Italien zeigen, dass ein Wert für  $\delta$  von 0,01 die italienische Schuldenquote längerfristig unter 90 % bringen würde, ohne dass die nicht-investiven Ausgaben real gesenkt werden müssten. Um die unterschiedlichen Bedingungen der Mitgliedstaaten zu berücksichtigen, sollten verschiedene länderspezifische Werte für  $\delta$  angesetzt werden (Darvas et al. 2018b).

<sup>8</sup> Siehe auch die sogenannte PAYGO-Regel in den USA, die zusätzliche nicht-investive Staatsausgaben oder Steuersenkungen nur erlaubt, wenn sie gegenfinanziert sind (Center on Budget and Policy Priorities 2019).



## Infobox 2: Makroökonomische Auswirkungen der Goldenen Regel im Euroraum

Was wäre passiert, wenn die Länder des Euroraums das fiskalische Regelwerk bereits nach der Finanzkrise um die Goldene Regel ergänzt hätten? Bekanntermaßen hat das damals vorherrschende Regelwerk die Austeritätsmaßnahmen, die in vielen Ländern des Euroraums zu einem dramatischen Rückgang der öffentlichen Investitionen geführt haben (Blanchard et al. 2020), zumindest mitverursacht. Im Folgenden stellen wir daher eine

kontrafaktische Simulation für den Euroraum vor, wobei die Goldene Regel der Finanzpolitik simultan für die Länder Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien eingeführt wird. Da die erwähnten vier Länder zusammen mehr als 80% der Produktion des Euroraums ausmachen, können die Ergebnisse mit einiger Sicherheit auf den gesamten Euroraum übertragen werden. Zu diesem Zweck verwenden wir eine modifizierte Version des international für

Politiksimulationen vielfach genutzten, makroökonomischen Mehrländermodells NiGEM.<sup>1</sup> Das Modell simuliert die wirtschaftliche Entwicklung in der Vergangenheit, wobei die Abweichung vom tatsächlichen historischen Verlauf auf spezielle Politikmaßnahmen zurückzuführen ist, die von der Realität abweichen. Die Simulation basiert auf vier-

teljährlichen Daten und wird für den Zeitraum 2011 bis 2017 durchgeführt. Wir folgen dem von Truger (2016) vorgeschlagenen Zielwert für kreditfinanzierte öffentliche Nettoinvestitionen in Höhe von 1,5% des BIP. Die Erhöhung der Investitionen zu diesem Zielwert erfolgt linear über drei Jahre.

NiGEM erlaubt keine direkte Modellierung der öffentlichen Nettoinvestitionen. Unter Bezugnahme der tatsächlichen Investitionsentwicklung werden die öffentlichen Bruttoinvestitionen wie folgt angepasst:

$$GI_t = GI_{t,Basis} + 0,015 Y_t - (KG_t - KG_{t-1})$$

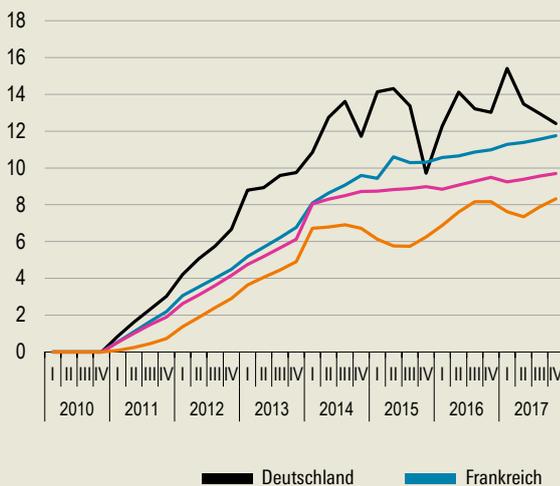
<sup>1</sup> In dem modifizierten NiGEM-Modell wurde das ursprüngliche Modell der NIESR an aktualisierte empirische Schätzungen angepasst. Dies betrifft insbesondere die Import- und Arbeitsmarktgleichungen. Vgl. Behrend et al. (2019) für eine detaillierte Beschreibung und Herleitung.

Abbildung 2

### Gesamtwirtschaftliche Indikatoren der Simulation einer Goldenen Regel simultan für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien

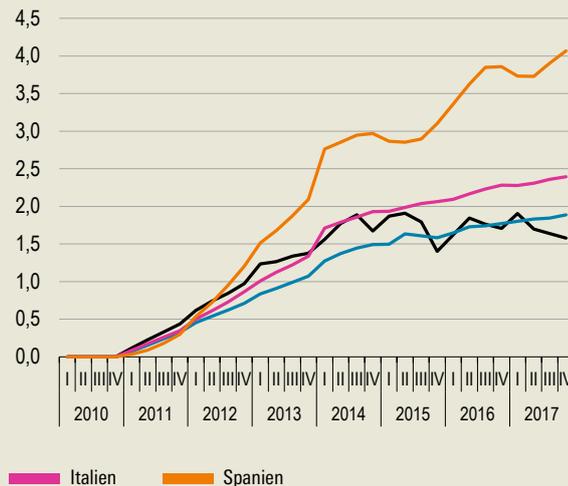
#### a) Öffentliche Investitionen

(absolute Abweichung von der Basislinie in Mrd. Euro)



#### b) BIP

(prozentuale Abweichung von der Basislinie)



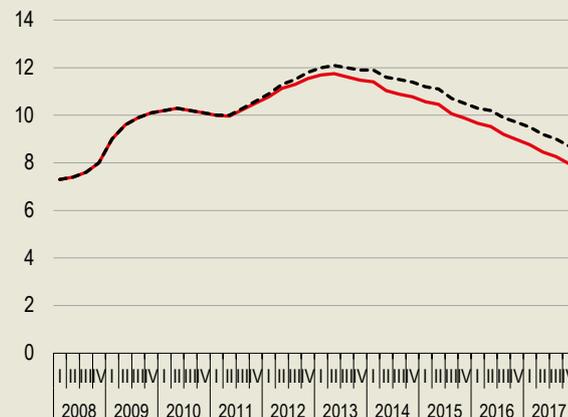
#### c) BIP im Euroraum

(prozentuale Abweichung von der Basislinie)



#### d) Arbeitslosenquote im Euroraum

(in Prozent)



wobei  $G$  die neu bestimmten und  $G/Basis$  die tatsächlichen Bruttoinvestitionen sind,  $Y$  das BIP und  $KG$  der öffentliche Kapitalstock. Diese Anpassung entspricht dann den gewünschten simulierten Nettoinvestitionen in Höhe von 1,5% des BIP. Aufgrund der tatsächlichen, negativen konjunkturellen Entwicklung im Simulationszeitraum im Euroraum nehmen wir zudem an, dass die Geldpolitik nicht dämpfend auf die Wirtschaftsdynamik reagiert, sondern sich wie in der Basis-Simulation verhält.

Abbildung 2 fasst die wesentlichen Indikatoren der kontrafaktischen Simulation für eine europaweite Goldene Regel für den Simulationszeitraum zusammen. Abbildung 2a zeigt die öffentlichen Bruttoinvestitionen der einzelnen Länder als Differenz zur Basis-Simulation in Milliarden Euro. Die Goldene Regel würde am Ende der kontrafaktischen Simulation zu etwa 8 Mrd. Euro höheren öffentlichen Investitionen pro Quartal in Spanien führen, in Italien wären es gut 9 Mrd. Euro und in Frankreich sowie Deutschland rund 12 Mrd. Euro höhere öffentliche Investitionen pro Quartal. Die makroökonomischen Effekte der Expansion auf den Euroraum sind deutlich spürbar. Am Ende des Simulationszeitraums erreicht der gesamte Euroraum ein um knapp 1,8% höheres BIP (Abbildung 2c). Die BIP-Wirkung für Deutschland liegt bei 1,5% im letzten Quartal 2017. Die stärksten Effekte der Goldenen Regel sind in Spanien zu verzeichnen. Dort ergibt sich eine BIP-Differenz von über 3,5% verglichen zur Basis-Simulation. Italien profitiert mit einem um 2% höheren BIP, Frankreich

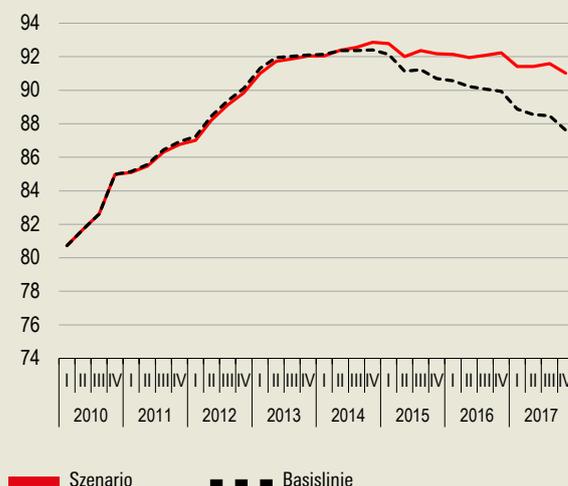
kommt auf 1,8% (Abbildung 2b). Ganz überraschend sind die höheren Effekte nicht, da insbesondere in Spanien und Italien die tatsächlichen öffentlichen Investitionen über den Simulationszeitraum massiv gesunken sind, was die Schocks in der Simulation vergrößert. Letztlich zeigt Abbildung 2d die bessere Entwicklung der Arbeitslosenquote im Euroraum infolge der Expansion der öffentlichen Investitionen. Anders als in der tatsächlichen Entwicklung wäre diese im Jahr 2013 nicht über zwölf Prozent gestiegen und läge durchschnittlich einen halben Prozentpunkt niedriger als historisch beobachtet.

Abbildung 3 zeigt, wie sich der Budgetsaldo und der öffentliche Schuldenstand des Euroraums in der Simulation verhalten. Wie auch in der tatsächlichen Entwicklung sind beide Indikatoren rückläufig. Es bleibt aber festzuhalten, dass sich die fiskalischen Zielgrößen langsamer als im Basisszenario verbessern. Die Defizitquote unterschreitet die Drei-Prozent-Grenze erst Ende 2016 anstatt Anfang 2014 im Basisszenario. Während die Schuldenstandsquote zwar wie in der tatsächlichen Entwicklung ab dem Jahr 2015 sinkt, fällt der Rückgang in der Simulation etwas schwächer aus. Zu beachten ist hier allerdings, dass das NiGEM-Modell durch die spezifische Modellierung von Staatsausgaben eine Selbstfinanzierung durch Investitionen praktisch ausschließt, sodass in der Realität mit einer stärkeren Verbesserung der Fiskalvariablen zu rechnen wäre.

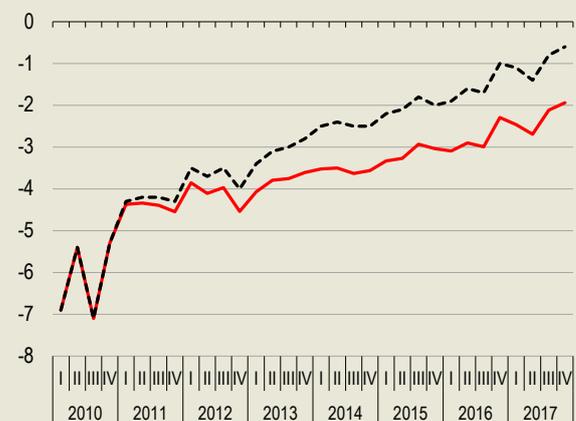
Abbildung 3

### Finanzpolitische Auswirkungen der Goldenen Regel für den Euroraum

a) Öffentlicher Schuldenstand im Euroraum (in Prozent des BIP)



b) Staatlicher Budgetsaldo im Euroraum (in Prozent des BIP)



Quelle: Berechnungen des IMK unter Verwendung von NiGEM.

## Schuldenziel dem neuen makroökonomischen Umfeld anpassen

Auch angesichts der Probleme mit der Konjunkturbereinigung von Budgetsalden scheint als Basis für eine Fiskalregel ein Referenzwert für die Staatsschuldenquote, der weithin als nachhaltig und tragbar angesehen wird, am unproblematischsten und ist deshalb Teil unseres Vorschlags.<sup>9</sup> Diese Quote sollte weiterhin als Obergrenze dienen, die langfristig von Ländern angestrebt werden sollte, deren Schuldenquote diese Zielquote übersteigt. Allerdings sollte diese Referenzquote einem maßgeblich veränderten makroökonomischen Umfeld im Vergleich zur Zeit des Maastricht-Vertrags angepasst werden.

Zwar unterliegen Schuldentragfähigkeitsanalysen immer Unsicherheiten, insbesondere was die zukünftigen Zinsentwicklungen an den Finanzmärkten, die Wachstumsaussichten und die politische Lage in den jeweiligen Volkswirtschaften angeht. Auch gibt es keinen wissenschaftlichen Konsens über das Niveau, ab dem höhere Staatsschulden Probleme bereiten. Aber einige der Größen, die die Nachhaltigkeit der Schulden von Staaten beeinflussen, haben sich seit dem Maastricht-Vertrag so fundamental verändert, dass eine Überprüfung und Anpassung der Referenzschuldenquote ökonomisch sinnvoll ist.

Die Nachhaltigkeit, bzw. Stabilität der Staatsschuldenquote hängt im Wesentlichen von der Relation zwischen Realzins und realer Wachstumsrate des BIP sowie dem Primärüberschuss des Staates ab (Infobox 3).<sup>10</sup> Zur Zeit des Maastricht-Vertrags lag der Realzins im Euroraum über der realen Wachstumsrate. Um einen explosionsartigen Anstieg nationaler Schuldenquoten auszuschließen, hat der Vertrag daher die zulässige Schuldenquote auf einen als nachhaltig definierten Wert festgelegt (Priewe 2020).<sup>11</sup>

Inzwischen hat sich die Relation zwischen Realzins und realer Wachstumsrate aber umgekehrt (Infobox 3). Seit der Finanzmarktkrise von 2008/09 lag die reale BIP-Wachstumsrate im Euroraum immer höher als der Realzins (Blanchard et al. 2020). Diese veränderte Relation zwischen Realzins und realer Wachstumsrate hat bedeutende Implikationen für die Schuldentragfähigkeitsanalyse. Für jedes ge-

wählte Primärdefizit (oder Primärüberschuss) ist nun eine *höhere* Schuldenquote dauerhaft tragfähig.

Konkret zeigen Blanchard et al. (2020), dass, wenn die reale Wachstumsrate dauerhaft den Realzins um 2-3 Prozentpunkte übersteigt, ein Primärdefizit des Staates von 2-3% des BIP bei einer Schuldenquote von 100% dauerhaft tragfähig wäre. Übertragen auf die EU-Regeln bedeutet dies, dass ein tatsächliches Budgetdefizit von 3% (Maastricht-Defizitregel) zusammen mit einer langfristigen Inflationsrate von 2% (EZB-Ziel) und einer langfristigen realen BIP-Wachstumsrate von 1% eine Schuldenquote von 100% nachhaltig tragbar machen würde (Infobox 3). Insofern sollte die – auch und besonders infolge der Coronakrise unrealistische – 60% Maastricht-Schuldenquote dem inzwischen seit Jahren andauernden veränderten makroökonomischen Umfeld angepasst werden. Ausgehend von diesen Überlegungen und unter Einhaltung eines gewissen Sicherheitspuffers für unvorhergesehene Krisen schlagen wir daher als pragmatische Lösung eine Staatsschuldenobergrenze von 90% vor, zumindest sollte die Maastricht-Quote aber deutlich erhöht werden.

## Differenzierte Anpassungsregeln

Grundsätzlich sollte die Ausgabenregel einen niedrigeren Pfad für jene Länder des Euroraums vorsehen, deren Schuldenquote weiter von der Zielquote entfernt ist, bzw. deren Schulden als weniger tragfähig angesehen werden. Dabei sollten die Ausgaben für Länder, die sehr weit vom Schwellenwert weg sind, eventuell stärker gedämpft werden als bei Ländern, die nur leicht über der Schuldenobergrenze liegen. Länder, deren Schuldenquoten deutlich unterhalb der Obergrenze liegen, sollten einen entsprechend höheren Ausgabenpfad wählen dürfen. Gleiches gilt für Länder, die zwar noch einen hohen Schuldenstand, aber wegen deutlicher Primärüberschüsse bereits zügig fallende Schuldenquoten aufweisen. Dies entspricht der Anforderung, dass die Regeln zwischen mehr oder weniger problematischen Fällen differenzieren sollten (Europäische Kommission 2020a, S. 18).

Aus diesem Grund sollte die Regel weiterhin die wirtschaftliche Lage jedes Mitgliedsstaates und der EU als Ganzes berücksichtigen, also dafür Sorge tragen, dass Länder, die sich beispielweise in schweren Krisen befinden, ihre Ausgaben nicht noch weiter dämpfen müssen.<sup>12</sup> Hierzu wäre es sinnvoll, eine allgemeine Ausnahmeregel, wie auch heute in den Fiskalregeln, beizubehalten.

<sup>9</sup> Denkbar wäre zwar, diese durch eine umfassendere Prüfung der Schuldentragfähigkeit durch die EU Kommission zu ersetzen. Dem Vorteil eines u. U. situationsadäquateren Indikators steht aber der bedeutende Nachteil gegenüber, dass ein solches Verfahren intransparent und eine Quelle des politischen Streits ist.

<sup>10</sup> Der Primärüberschuss des Staates ist die Differenz aus Einnahmen und Ausgaben (abzüglich der Zinszahlungen auf die Schulden).

<sup>11</sup> Tatsächlich ergeben sich die 60% Staatsschuldenquote aus einem langfristigen Budgetdefizit von 3% des BIP bei einer dauerhaften Inflationsrate von 2% und einem langfristigen realen BIP-Wachstum von 3%.

<sup>12</sup> Um den oben besprochenen Problemen der prozyklischen Ausgestaltung des bisherigen Regelwerks Rechnung zu tragen, wäre hier eine entsprechende politische Feststellung der schweren wirtschaftlichen Lage eines Mitgliedslandes durch die Eurogruppe gegenüber ausgewählten Indikatoren vorzuziehen.



### Infobox 3: Schuldenfähigkeitsanalyse in veränderten makroökonomischen Umfeld

Grundsätzlich bedeutet Schuldenfähigkeit eines Staates, dass dieser jederzeit in der Lage ist, seine (fällig werdenden) Schulden zu bedienen. Das erfordert, dass der Staat sowohl solvent als auch liquide ist. Während Liquidität ein kurzfristiges Konzept ist, das im Wesentlichen auf den möglichen Finanzmarktzugang im Falle nicht-ausreichender liquider Mittel abzielt, ist Solvenz ein längerfristiges Konzept, das das Einhalten der staatlichen Budgetrestriktion erfordert (EZB 2017).

Ausgehend von der staatlichen Budgetrestriktion stellt diese Infobox dar, unter welcher Bedingung ein Staat langfristig solvent ist und seine Schulden in diesem Sinne bedienen kann.<sup>1</sup> Die Entwicklung der Staatsschuldenquote lässt sich formal wie folgt darstellen:

$$db(t)/dt = [r(t) - y(t)]b(t) - p(t) \quad (1)$$

wobei  $b(t)$  die Schuldenquote,  $r(t)$  der Realzins,  $y(t)$  die Wachstumsrate des realen BIP und  $p(t)$  der Primärsaldo des Staates sind.<sup>2</sup> Die Schuldenquote steigt also

- wenn der Realzins größer als das reale BIP-Wachstum ist und
- wenn der Staat ein Primärdefizit hat.

Schuldenfähigkeit ist hier durch eine nachhaltig stabile Schuldenquote  $b^*$  definiert, die sich formal ergibt als:

$$b^* = p/(r - y) \quad (2)$$

Die Gleichung zeigt, dass die Schuldenfähigkeit eines Staates letztlich von der zukünftigen langfristigen Höhe des Primärsaldos und vom Verhältnis zwischen Realzins und Realwachstum abhängt. Ein höherer Primärsaldo und eine niedrigere Differenz aus Realzins und Realwachstum ermöglichen eine höhere, nachhaltig stabile Schuldenquote. Es wird auch deutlich, dass eine langfristige Phase, in der das Realwachstum höher als der Realzins ist ( $r < y$ ), dem Staat erlaubt, dauerhaft ein Primärdefizit zu haben und trotzdem seine Schuldenquote nachhaltig zu stabilisieren.

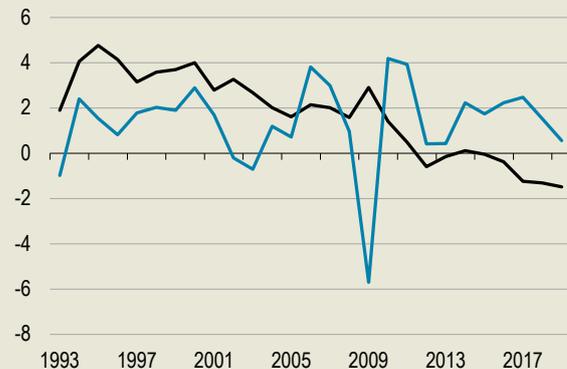
1 Die Analyse der Schuldenfähigkeit eines Staates erfordert in der Praxis eine Vielzahl an Informationen und hängt von vielen verschiedenen Einflussfaktoren ab, von denen in dieser Infobox notwendigerweise abstrahiert werden muss. So wird unter anderem angenommen, dass sowohl das langfristige Wachstum als auch der langfristige Zins unbeeinflusst vom Primärdefizit sind. Ausführlichere Darstellungen finden sich beispielsweise in EZB (2017), Illing (1997), Ley (2010), Priewe (2020) und Wyplosz (2007).

2 Der Primärsaldo des Staates, also die Differenz aus Einnahmen und Ausgaben ohne Zinszahlungen, ist hier bereits als Verhältnis zum BIP ausgedrückt. Darüber hinaus wird hier von den laufenden Einnahmen der Geldschöpfung abstrahiert (Illing 1997 und Ley 2010).

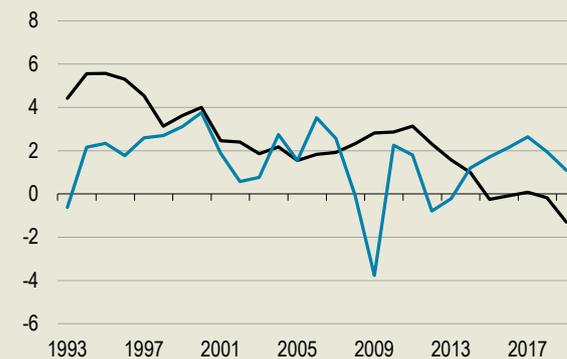
Abbildung 4

#### Realzins und Realwachstum (in Prozent)<sup>1</sup>

##### a) Deutschland



##### b) Euroraum



■ Realzins (r)  
■ Realwachstum (y)

1 Realzins für Deutschland: Umlaufrendite von Anleihen der öffentlichen Hand abzüglich Veränderungsrate des VPI; Realzins für den Euroraum (EA 12): vor Euro-Einführung BIP-gewichtet und deflationiert mit BIP-Deflator; Realwachstum für den Euroraum basiert auf BNE-Daten und ebenfalls BIP-gewichtet.

Quellen: AMECO, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Berechnungen des IMK.



Um ein Gefühl für die Entwicklung möglicher nachhaltiger Schuldenquoten zu bekommen, die Gleichung (2) erfüllen, zeigt **Abbildung 4** die Entwicklung von Realzins und Realwachstum in Deutschland und im Euroraum seit Anfang der 90er Jahre. War Anfang der 90er Jahre, zur Zeit als der Maastricht-Vertrag ausgearbeitet wurde, der Realzins noch deutlich über der realen Wachstumsrate des BIP, so hat sich die Differenz der beiden Größen seitdem nahezu stetig verkleinert. Seit ungefähr zehn Jahren liegt der Realzins in Deutschland sogar unter der realen Wachstumsrate. In Bezug auf

die Schulden­trag­fä­hig­keits­ana­lyse und spe­zi­ell Gleichung (2) be­deu­tet der Rück­gang der Dif­fe­renz aus Zins und Wachstums­rate eine erheb­lich hö­here nach­hal­ti­ge Schulden­quote bei ge­ge­be­nem Pri­mär­üb­er­schuss. Im Falle einer nega­tiven Dif­fe­renz aus Zins und Wachstums­rate wür­de sogar ein dau­er­haf­tes Pri­mär­defi­zit zu einer nach­hal­ti­gen Schulden­quote föh­ren.

Aus­ge­hend von Gleichung (1) und der Defi­ni­tion des Real­zin­ses ( $r(t)=i(t)-\pi(t)$ ) lässt sich schlie­ß­lich noch eine Be­zie­hung zwi­schen lang­fris­ti­ger Schulden­quote und Staats­defi­zit (in­klu­sive Zins­zah­lun­gen) her­lei­ten:

$$\begin{aligned} db(t)/dt &= [i(t) - \pi(t) - y(t)]b(t) - p(t) \\ &= [i(t) - \pi(t) - y(t)]b(t) - [\tau(t) - g(t)] \\ &= g(t) - \tau(t) + i(t)b(t) - [\pi(t) + y(t)]b(t) \\ &= d(t) - [\pi(t) + y(t)]b(t) \end{aligned}$$

wobei  $d(t)$  nun das Budget­defi­zit des Staates beste­hend aus Pri­mär­defi­zit und Zins­aus­ga­ben ( $g(t)-\tau(t)+i(t)b(t)$ ) und  $\pi(t)$  die In­fla­tions­rate sind.

Eine nach­hal­ti­g sta­bi­le Schulden­quote muss jetzt fol­gen­de Be­ding­ung er­fül­len:

$$b^* = \frac{d}{\pi + y}. \quad (3)$$

Für ein reales BIP-Wachstum von 1%, wie im Euro­raum seit 2008 durch­schnitt­lich aus­ge­wie­sen, und eine lang­fris­ti­ge In­fla­tions­rate von 2% (EZB-Ziel) er­gibt sich aus Gleichung (3), dass ein Staats­defi­zit von 3% einer lang­fris­ti­gen Schulden­quote von 100% ent­spricht.

## REFORM DES VERFAHRENS BEI MAKROÖKONOMISCHEN UNGLEICHGEWICHTEN

Die Einführung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten (englisch: Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) im Rahmen des Sixpack war eine grundsätzlich angemessene Reaktion auf die Lehren der Eurokrise. Gleichzeitig weist das MIP bis heute erhebliche Schwächen auf. Diese lassen sich unter drei Punkten zusammenfassen: Asymmetrie, Überkomplexität und eine mangelnde Bindewirkung der aus dem Verfahren abgeleiteten Politikempfehlungen an die Mitgliedstaaten. Die vorgeschlagene Reform würde diese Strukturprobleme beheben. Gelingt dies, könnte dem MIP die ihm eigentlich gebührende Rolle in der wirtschaftspolitischen Steuerung zukommen. Zugleich sollte das MIP noch stärker präventiv ausgestaltet werden; so könnte aus dem MIP ein Verfahren für makroökonomische Gleichgewichte werden (Europäische Kommission 2016).

### Symmetrie

Eine erste Verbesserung besteht darin, das Verfahren symmetrisch auszurichten. Dies erfordert eine Änderung der im Verfahren verwendeten Indikatoren bzw. deren Zielwerte.<sup>13</sup> Zwei Indikatoren

sind dabei besonders wichtig. Der Schwellenwert für Leistungsbilanzüberschüsse (Dreijahresdurchschnitt) sollte zunächst von 6% auf 4% abgesenkt werden, um symmetrisch zu dem Wert bei Defiziten (-4%) zu sein. Da auch diese Werte über einen längeren Zeitraum ein Missverhältnis zwischen inländischem Angebot und inländischer Nachfrage anzeigen, das besorgniserregend sein kann (Obstfeld 2017), ist eine Einengung des Korridors auf +/-3% angezeigt.

Unabdingbar ist eine Änderung beim Indikator zu den nominalen Lohnstückkosten, bei dem es derzeit nur einen oberen Schwellenwert gibt (9% für Euro-, 12% für Nichteuroländer, in einer Dreijahresbetrachtung). Die nominalen Lohnstückkosten sollten mit jährlichen Raten (Dreijahresdurchschnitte), angegeben werden. Die Unter- bzw. Obergrenze für Euroländer sollte symmetrisch um das Preisziel der EZB liegen. Angesichts der Erfahrungen in der Zeit vor der Eurokrise empfehlen sich Werte von 1% bzw. 3%.<sup>14</sup>

Entsprechende Anpassungen bei anderen Indikatoren – wie der Nettoauslandvermögensposition, bei der es nur eine Untergrenze (-35% des BIP) gibt – könnten vorgenommen werden, um sie symmetrisch auszurichten. Wir ziehen aber vor, auf diese Indikatoren ganz zu verzichten.

<sup>13</sup> Eine detaillierte Beschreibung des „Scoreboard“ und anderer Modalitäten des MIP findet sich in Europäische Kommission (2016).

<sup>14</sup> Das MIP ist für Euromitgliedsländer von erheblicher Bedeutung für die Ausrichtung der nationalen Wirtschaftspolitik. Im Weiteren bleibt der Fokus deshalb auf die Euroländer gerichtet. Für Nicht-WWU-Länder könnten einige Indikatoren u. U. weniger eng ausgestaltet werden. Die Bewertung hängt entscheidend davon ab, ob und in welchem Zeitraum das jeweilige Land dem Euro beizutreten beabsichtigt.

Tabelle 2

## IMK-Empfehlungen für das Scoreboard

Bewertungsindikatoren	Obergrenze	Untergrenze
Nominale Lohnstückkosten, gleitender 3-Jahresdurchschnitt	3%	1%
BIP-Deflator, gleitender 3-Jahresdurchschnitt	3%	1%
Leistungsbilanzsaldo, % BIP, gleitender 3-Jahresdurchschnitt	3%	-3%
Zusatzindikatoren	Vorwärtsgerichtete Interpretation ohne Schwellenwerte	
Ausrichtung der Fiskalpolitik	Aktuelle und erwartete Entwicklung der Binnennachfrage	
Arbeitsmarktindikatoren (Niveau und jährliche Veränderung der Arbeitslosenquote)	Aktuelle Auslastung des Produktionspotenzials und Inflationsvorhersage	
Internationale Nettoinvestitions-Position	Zur Beurteilung evtl. Gefahren der Leistungsbilanzentwicklung	
<b>Finanzmarktindikatoren</b> (Hauspreise, Kredite/Verbindlichkeiten im Privatsektor, Verbindlichkeiten des Finanzsektors)	Zur Beurteilung zukünftiger Risiken	

Quellen: Darstellung des IMK.



### Fokussierung

Die Anzahl der herangezogenen Indikatoren im Scoreboard sollte stark verschlankt werden, um eine Fokussierung auf die wesentlichen Ziele zu ermöglichen und eine Durchsetzung der Politikempfehlungen nicht durch Überfrachtung zu gefährden. Ist eine Reduzierung politisch nicht durchsetzbar, muss eine klare Priorisierung erfolgen. Eine Priorisierung sollte sich davon leiten lassen, welche Variablen direkt zu beeinflussen sind und welche effektiv auf die Dynamik in der Währungsunion als Ganzem wirken.

Die Nominallöhne bestimmen zusammen mit der Produktivität die Lohnstückkosten. Auf einem gleichgewichtigen Pfad sollen sich die Nominallöhne im Maße der Produktivität plus dem Preisziel der EZB entwickeln („Goldene Regel der Lohn- und Preisentwicklung“, Koll und Watt 2018, S.14ff.). Die Lohnstückkosten wiederum sind wesentlicher Bestandteil der Preisentwicklung. Die Preise sind wiederum für die relative Wettbewerbsfähigkeit zwischen den Mitgliedsländern des Euroraums entscheidend. Dem BIP-Deflator ist als Indikator der Vorzug gegenüber dem HVPI zu geben, da in letzteren außenwirtschaftliche Faktoren einfließen, die

sich nationaler Kontrolle entziehen (Öl- und andere Rohstoffpreise).<sup>15</sup>

Der Leistungsbilanzsaldo ist eine kritische Größe für die Nettoauslandsverschuldung und Hauptindikator für eine störungsfreie makroökonomische Entwicklung innerhalb des Euroraums. Er wird letztlich durch das Verhältnis von inländischer Nachfrage und inländischem Angebot bestimmt. Die Preisentwicklung wirkt hierbei über zwei Kanäle – einen Mengen- und einen Preiskanal – auf die Leistungsbilanz. Beim Mengkanal geht es um die Wirkung des Realzinses (also der Kombination von Nominalzins und Inflationsrate) auf alle zinsreagiblen gesamtwirtschaftlichen Aggregate und insbesondere die Binnennachfrage. Der Preiskanal wirkt unmittelbar auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit – innerhalb des Euroraums also auf den realen effektiven Wechselkurs.

Dagegen sind andere aktuelle Scoreboard-Indikatoren von höchstens sekundärer Bedeutung. Sie sollten, wenn überhaupt, nur qualitativ als Interpretationshilfe herangezogen werden. Der reale Wechselkursindikator ist, was das Verhältnis zwischen den Euroländern angeht, schon durch die nominalen Lohnstückkosten und den HVPI abgedeckt. Schwankungen bei diesem Indikator, die vom Wechselkurs gegenüber dem Rest der Welt herrühren, sind nicht unter der Kontrolle der Mitgliedsländer und sollten daher nicht als primärer Bewertungsmaßstab herangezogen werden. Ähnliches gilt für Anteile an den Weltexporten. Die Staatsschulden als Anteil am BIP werden schon im Rahmen der fiskalischen Regeln überwacht. Die Indikatoren für Teilsektoren (Häuserpreise, Schulden des privaten Sektors, Verbindlichkeiten im Finanzsektor) sind zwar mit den realwirtschaftlichen Indikatoren wechselseitig verbunden, sie sollten aber primär im Rahmen der Finanzmarktstabilität und -aufsicht betrachtet werden. Sie könnten als zusätzliche Indikatoren zur interpretativen Beurteilung hinzugenommen werden.

Die drei 2015 aufgenommenen „sozialen“ Indikatoren (Arbeitsmarktpartizipation, Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit) verwässern dagegen eher das Scoreboard. Soziale Belange werden – völlig zu Recht – in anderen EU-Verfahren berücksichtigt und sollten gegebenenfalls dort gestärkt werden. Empfehlenswert wäre ein Indikator, der die Auslastung des Arbeitsmarktes – als Maßstab des inländischen Gleichgewichts – abbildet und als vorlaufender Indikator der Lohn- und Preisentwicklung fungiert. Dafür ist die Arbeitslosenquote (Niveau und Veränderung gegenüber dem Vorjahr) als grundsätzlich

<sup>15</sup> Über die realen Lohnstückkosten, berechnet anhand des BIP-Deflators, können zugleich Verschiebungen in der funktionalen Einkommensverteilung (also zwischen Arbeit und Kapital) aufgezeigt werden, die nicht nur verteilungspolitisch, sondern auch für die Beurteilung der Nachhaltigkeit der Preis- bzw. Lohnpfade (Watt 2017, S. 61, 102) wichtig sind (Watt 2017, S. 61, 102).

unstrittiges, wenn auch interpretationsbedürftiges Kriterium zu wählen, und dem in der Umsetzung problematischen Konzept der NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment) vorzuziehen.

Aus diesen Überlegungen fasst **Tabelle 2** das vorgeschlagene, reformierte Scoreboard zusammen. Mit einem solchen Scoreboard wird der Fokus des Monitoring im Rahmen des Europäischen Semesters auf die Ergebnisse gelegt, die durch politische Entscheidungen der Akteure auf Ebene der Mitgliedstaaten wesentlich beeinflusst werden können und wichtige externe Effekte auf Partnerländer im Euroraum, aber auch auf den Währungsraum insgesamt haben.

### **Ownership durch reformierten Europäischen Makroökonomischen Dialog**

Die symmetrische Ausrichtung und die Beschränkung auf Größen, die relevant und durch die Mitgliedstaaten beeinflussbar sind, sind zwei wichtige Voraussetzungen für eine dritte Verbesserung der Funktionsweise des MIP: eine deutliche Erhöhung der Bindungskraft (ownership). Dafür sind maßvolle institutionelle Reformen notwendig. Diese können durch Weiterentwicklung bestehender Institutionen erreicht werden.

Im Vergleich zu den Fiskalregeln, deren primärer und eindeutiger Adressat die nationale Fiskalpolitik darstellt, ist es nicht möglich, die Verantwortung für die Einhaltung der MIP-Vorgaben einem einzelnen Akteur auf der nationalen Ebene zuzuschreiben. Muss beispielsweise der Entstehung einer Blase in einem Teilmarkt des Finanzsektors begegnet werden, so liegt die Verantwortung meist bei speziellen Aufsichtsbehörden oder der nationalen Zentralbank. Bei der Lohnsetzung spielen die *Sozialpartner* eine zentrale Rolle, was unmittelbar die Entwicklung der Lohnstückkosten und indirekt die inländischen Preise wesentlich bestimmt. Allerdings verfügt der Staat – formeller Adressat der Politikempfehlungen durch das MIP – über vielfältige Instrumente, um auf die Lohn- und Preisentwicklung Einfluss zu nehmen. Beispielsweise kann er über Anpassungen gesetzlicher Mindestlöhne, die Lohn- und Preissetzung im öffentlichen Sektor, das Vergaberecht oder sektorale Allgemeingültigkeitserklärungen verstärkend oder dämpfend auf die allgemeine Lohn- und Preisentwicklung hinwirken. Die Anzahl und Effektivität einzelner Maßnahmen variieren dabei erheblich zwischen den Mitgliedstaaten (ausführlich Watt 2017, S. 79ff.).

Vor allem aber kann der Staat über die nationale *Fiskalpolitik* sowohl auf die Mengen- als auch auf die Preiskomponente wirken. Eine expansive Fiskalpolitik kann beispielweise exzessive Überschüsse in der Leistungsbilanz reduzieren und über den Phillipskurvenzusammenhang Lohn- und Preisinflation erhöhen, was den Leistungsbilanzsaldo weiter reduziert (Horn et al. 2017).

Demnach ist die im vorigen Abschnitt empfohlene Reform der fiskalischen Regeln, die für eine symmetrische antizyklische Ausrichtung sorgt, auch für die Erreichung der Ziele des MIP angemessen. Diese verringert einerseits Abweichungen zwischen inländischer Nachfrage und Angebot, andererseits dämpft sie ein Unter- bzw. Überschießen von Inflation. Beide Effekte tragen zu einer Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht bei.<sup>16</sup>

Die *Geldpolitik* schließlich agiert auf der Euro-Raum-Ebene unabhängig und mit dem Primärziel der Preisstabilität. In dem Maße aber, in dem Lohn- und Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten stabilitätsorientiert ausgerichtet sind, kann und muss die Geldpolitik vertragsgemäß die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung durch möglichst günstige monetäre Bedingungen unterstützen.

Aufgrund derartiger und anderer externer Effekte innerhalb der Währungsunion bedarf es einer Koordinierung und Kooperation der jeweiligen politischen Akteure.<sup>17</sup> Es kommt auf ein konsistentes Zusammenwirken an – einerseits zwischen und innerhalb der nationalen und Euro-Raum-Ebene, andererseits zwischen den wirtschaftspolitischen Instrumenten –, um makroökonomische Ungleichgewichte zu vermeiden und gleichgewichtige und miteinander konsistente Entwicklungspfade einzuschlagen und einzuhalten. Hierfür werden nachstehend zielführende institutionelle Reformen vorgeschlagen, die der Interdependenz der Akteure Rechnung trägt.

Seit mehr als zwanzig Jahren bringt der Makroökonomische Dialog (MED) der Europäischen Union Vertreter der Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik auf EU-Ebene zusammen (Koll 2005). Er sollte erheblich gestärkt und aufgewertet werden. Für die besonderen Koordinierungserfordernisse der Euro-Raumländer muss ein MED für den Euro-Raum (Euro-MED) eingerichtet und wirksam in das Europäische Semester eingegliedert werden. Mitglieder sind die nationalen Finanzminister, die Präsidentin der EZB, Vertreter der Kommission, der europäischen Gewerkschaften und der Arbeitgeberverbände. Ferner sollte jeder Mitgliedstaat des Euro-Raums ein entsprechendes

<sup>16</sup> Vgl. die zentrale Empfehlung des European Fiscal Board (2019), im Rahmen der Reform der Economic Governance auf ein konfliktfreies und sich wechselseitig verstärkendes Zusammenwirken von MIP und SWP.

<sup>17</sup> Zum Beispiel kann einer Überhitzung des Wohnungsmarkts mit einer Reduzierung der Nachfrage über die Fiskalpolitik begegnet werden oder aber durch den Einsatz makroprudenzieller Mittel, die in der Regel in der Verantwortung der nationalen Zentralbank liegen. Bei einer überschießenden Nominallohnentwicklung ist es in Ländern, in denen die institutionellen Voraussetzungen vorliegen, volkswirtschaftlich besser, durch eine „konzertierte Aktion“ der Sozialpartner mäßigend auf die Nominallohnentwicklung zu wirken als über eine restriktive Fiskalpolitik und höhere Arbeitslosigkeit. Im Falle einer unzureichenden Lohnentwicklung ist eine kombinierte fiskal- und lohnpolitische Strategie erfolgsversprechend (Horn et al. 2017; Pereira und Mojon 2019).

Gremium auf nationaler Ebene einrichten (MED-NAT), gegebenenfalls aufbauend auf bestehenden Institutionen. Hier können nationale Strategien<sup>18</sup> zur Erreichung gleichgewichtiger Entwicklungspfade entwickelt, politisch abgestimmt und damit die Ownership der Länder erheblich gesteigert werden (Koll und Watt 2019). Der Euro-MED soll eine koordinierende Funktion erfüllen und auf die Konsistenz der nationalen Strategien und ihrer Übereinstimmung mit dem Regelwerk achten.

Dem MEDNAT zuarbeiten sollten nationale Expertenräte, die sich aus den schon eingerichteten nationalen Ausschüssen für Produktivität entwickeln könnten.<sup>19</sup> Diese entwerfen alternative, quantitativ unterlegte wirtschaftliche Entwicklungs- und Politikszenerarien, worüber im MEDNAT von den politischen Akteuren beraten wird. Auf der Ebene des Euroraums bietet sich hierfür der bestehende Fiskalrat an, der entsprechend personell wie thematisch erweitert werden müsste.

Damit könnten in fast allen genannten Fällen anstelle einer neuen Institution auch die Anpassung bestehender Institutionen an den Beratungs- und Handlungsbedarf eines Makroökonomischen Dialogs auf Ebene des Euroraums und der Mitgliedstaaten treten.<sup>20</sup>

## FAZIT

Die europäischen Fiskalregeln und andere Bereiche der wirtschaftspolitischen Koordinierung in der Währungsunion haben die Entstehung einer massiven Krise nicht verhindern und die adäquate Bewältigung ihrer Folgen unter Beteiligung aller Mitgliedstaaten nicht bewerkstelligen können. Diese Situation verschärft sich mit der Coronakrise und den damit zusammenhängenden Herausforderungen für die öffentlichen Finanzen. Das Regelwerk kann in der bestehenden Form im Anschluss an die Ausnahmesituation nicht wieder zur Anwendung kommen. Es leidet – gemessen an den Kriterien einer optimalen Fiskalpolitik – insbesondere unter einer stark destabilisierenden, prozyklischen Handhabung durch die Politik. Zugleich erweist es sich einerseits als zu komplex, andererseits als zu wenig flexibel und differenziert gegenüber den un-

terschiedlichen Bedürfnissen der Mitgliedstaaten. Fehlende Eindeutigkeit und Transparenz begünstigen Beliebigkeit in der Anwendung und Folgenlosigkeit bei Verstößen. In der wirtschaftspolitischen Steuerung fehlt eine zielführende Abstimmung zwischen der nationalen und der Euroraum-Ebene. Die Instrumente sind mehrheitlich eher korrektiv als präventiv angelegt. Vor allem die Fiskalregeln sind nicht in der Lage, die notwendige Verbindung von kurzfristiger Stabilisierung und langfristiger Nachhaltigkeit herzustellen.

Zur Beseitigung der Fehlfunktionen wurde eine Vielzahl von Vorschlägen von verschiedenen Institutionen wie auch seitens des IMK unterbreitet. Die EU-Kommission hat zu Jahresbeginn die Economic Governance in den Bereichen des Six- und Two-pack einer Generalinspektion unterzogen und auf dieser Basis einen umfangreichen Fragenkatalog im Hinblick auf Reformfordernisse und Lösungen unterbreitet (Europäische Kommission 2020). Dieser Report bietet Antworten auf viele der von der Kommission gestellten Fragen.

Im Bereich der Fiskalregeln wird vorgeschlagen, das bestehende Regelwerk durch eine Ausgabenregel zu ersetzen, ergänzt um die Goldene Regel für die Schuldenfinanzierung öffentlicher Investitionen. Sie erlaubt ein maximales Spiel der automatischen Stabilisatoren. Diese sollten national (Watt 2011) wie grenzüberschreitend, z. B. über eine EU-weite Rückversicherung der nationalen Arbeitslosenversicherung, gestärkt werden. Die Differenzierung der Ausgabenregel in Abhängigkeit von der Schulden-tragfähigkeit gibt dem Konzept ausreichend Flexibilität. Wenn es auch Spielräume in den bestehenden Regelwerken gibt, so sind zur Umsetzung dieser Reformen legislative Änderungen erforderlich.

Angesichts der Bedeutung makroökonomischer Ungleichgewichte ist eine Reform des MIP ebenso geboten. Symmetrie in Konzeption, Ausgestaltung der Schwellenwerte und Umsetzung sowie Fokussierung von Indikatoren auf politisch beeinflussbare Größen sind hier Hauptstoßrichtungen der Reformvorschläge. Ebenso der stärkere Einbezug der Sozialpartner als Verantwortliche für die zentrale Rolle der Lohn- und Preisentwicklung bei der Gestaltung einer nachhaltig gleichgewichtigen Wirtschaftsentwicklung in jedem Mitgliedstaat und damit in ganz Europa. Eine erfolgreiche Koordination und Kooperation von Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik setzt ein gemeinsames Verständnis über eine zielführende Strategie voraus. Diese Konsensfindung kann – unterstützt von wissenschaftlicher Expertise und unter Wahrung der Unabhängigkeit der wirtschaftspolitischen Akteure – durch eine deutliche Aufwertung des bestehenden Makroökonomischen Dialogs erreicht werden. Hierzu sollen gleichartige Dialogforen sowohl auf nationaler als auch auf Euroraum-Ebene eingerichtet werden, wie auch im Bericht der fünf Präsidenten der EU vorgesehen (Juncker et al. 2015).

18 Die BIZ-Ökonomen Pereira und Mojon sprechen von „consensus packages“, die in der gegenwärtigen Situation zur Überwindung deflationärer Tendenzen geschlossen werden müssen (Pereira und Mojon 2019).

19 Diese Ausschüsse sind grundsätzlich sinnvoll, befassen sich aber vor allem mit angebotsseitigen, längerfristigen Fragestellungen mit nur beschränkter Relevanz für die makroökonomische Koordinierung zwischen den Mitgliedstaaten.

20 Eine ausführliche Darstellung der konzeptionellen und institutionellen Grundzüge und Details findet sich bei Koll und Watt (2018).

Zur Durchsetzung des reformierten Regelwerks soll auf finanzielle Sanktionen verzichtet werden. Um die Einhaltung der Regeln trotzdem nach derzeitigen Möglichkeiten zu gewährleisten, sollten vielmehr Anreize gegeben werden. Denkbar wäre hier, Zahlungen der EU-Strukturförderprogramme in Aussicht zu stellen, die nur bei Einhaltung der Fiskalregeln und der wirtschaftspolitischen Empfehlungen im Europäischen Semester ausgezahlt würden.

Mit diesen Reformen ist ein konsistentes, effektives und präventives Zusammenwirken von Fiskalregeln und MIP zu erwarten: Die Fokussierung der Fiskalregeln auf eine symmetrische Stabilisierungsfunktion steht im Einklang mit der Zielsetzung des MIP. Andererseits sind die fiskalischen Ziele umso leichter zu erreichen, wenn gesamtwirtschaftliche

Ungleichgewichte durch ein reformiertes MIP schon im Ansatz vermieden werden können. Unter diesen Voraussetzungen reduziert sich der Handlungsbedarf seitens der Euroraum-Ebene auf eine adäquate Ausrichtung des Policy-Mix für den Euroraum als Ganzes und subsidiär zu den Anstrengungen der Mitgliedstaaten auf ergänzende und ausgleichende Interventionen. Die Reformen von Fiskalregeln und MIP müssen dabei voll in den Ablauf des Europäischen Semesters unter Abstimmung mit seinen sonstigen Instrumenten integriert werden.

Die Economic Governance Review der EU-Kommission und die deutsche EU-Ratspräsidentschaft im zweiten Halbjahr 2020 sind der geeignete Rahmen, die hier unterbreiteten Vorschläge als Basis für eine pragmatische Umsetzung zu nehmen.



#### **Infobox 4: Wirtschaftspolitische Maßnahmen der EU im Zusammenhang mit der Coronapandemie**

Im Einklang mit ihren jeweiligen Mandaten und Kompetenzen haben die europäischen Institutionen bereits eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um den wirtschaftlichen Folgen der Krise entgegenzuwirken. Andere werden derzeit konkretisiert oder sind Gegenstand politischer Verhandlungen im Europäischen Rat, zuletzt der bedeutende Vorschlag der EU-Kommission für einen Wiederaufbau Plan mit einem vorgesehenen Volumen von 750 Mrd. Euro.

Schon Mitte März aktivierte die Europäische Kommission die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die Einstufung der Coronakrise als „ungewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle der Regierung entzieht“ bedeutet, dass vorübergehend alle Mitgliedstaaten bei der Gestaltung und Umsetzung nationaler Politiken zur Bekämpfung der Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen von den Beschränkungen der Fiskalregeln befreit sind.

In ähnlicher Weise ging die Kommission schnell dazu über, gesetzliche Beschränkungen für staatliche Beihilfen auszusetzen, die nationale Regierungen bei der Unterstützung von Unternehmen, die von der Krise betroffen sind, behindern könnten. Es wurde ein sogenannter befristeter Rahmen geschaffen, um Genehmigungsverfahren der Kommission zu beschleunigen, wann immer Mitgliedstaaten nationale Unterstützungsmaßnahmen (Subventionen, Garantien usw.) verabschieden wollen.

Dieses Vorgehen der Kommission hat die Rechtsunsicherheit verringert und Hindernisse für eine rasche finanzielle Unterstützung von Unternehmen, einschließlich kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) und Selbständigen, durch die Regierungen der Mitgliedstaaten beseitigt. Doch ob-

wohl beide Maßnahmen die unmittelbaren rechtlichen Zwänge beseitigen, verhindern sie nicht, dass die Finanzmärkte fiskalische Zwänge auferlegen. In dem Maße, wie die Verschuldung durch die fiskalischen Maßnahmen steigt, besteht das Risiko, dass Investoren steigende Risikoprämien auf Staatsanleihen verlangen. Als sich die Krise in Italien und Spanien zuspitzte, stiegen die Zinsspreads in der Tat an. Um einen Teufelskreis steigender Zinsen und eines erschwerten Schuldendienstes und die damit verbundenen Risiken zu verringern, bedarf es einer Kombination aus geldpolitischer Unterstützung und fiskalischer Solidarität.

Was die geldpolitische Flankierung betrifft, so reagierte die EZB zunächst mit einem Paket bestehend aus Unterstützungsmaßnahmen für Banken durch das Angebot günstigerer Bedingungen für langfristige Refinanzierungsgeschäfte (LTROs) und der Ausweitung gezielter Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) sowie einer Ausweitung des Anleihen-aufkaufprogramms („quantitative easing – QE“). Da diese Maßnahmen als unzureichend empfunden wurden, um einen Anstieg der Staatsanleihen-Spreads zu vermeiden, kündigte die EZB am 18. März ein neues Maßnahmenprogramm (PEPP - Pandemic Emergency Purchase Programme) an. Dieses ermöglicht eine erhebliche Ausdehnung ihres QE-Programms mit einem für das laufende Jahr vorgesehenen Umfang von 750 Mrd. Euro. Anfang Juni wurde das PEPP um 600 Mrd. Euro aufgestockt und bis Juni 2021 verlängert. Dabei können die Käufe vorübergehend vom Kapitalschlüssel der EZB abweichen, sodass eine gezielte Unterstützung für schwer betroffene Länder möglich ist.

Diese Maßnahme der EZB ist ein wesentlicher Beitrag zur Eindämmung der unmittelbaren Gefahr für die Staatsfinanzen einzelner Länder durch sich selbst erfüllende Prophezeiungen. Die Regelung ist befristet und bleibt hinter einer vollständigen Rolle der Zentralbank als Kreditgeber letzter Instanz zu-

rück. Dabei bleibt offen, für wie lange und in welchem Umfang Abweichungen vom Kapitalschlüssel zulässig sein werden. Und jedes Land, dessen Ratings unter den Schwellenwert für Investment-Grade-Anlagen fallen, würde eine Ausnahmegegenehmigung der EZB brauchen, wie sie schon für Griechenland erteilt wurde. Der zuletzt wieder aufgeflamnte Streit zwischen EZB/EuGH und dem Bundesverfassungsgericht wirft einen weiteren Schatten auf eine Strategie, bei der man sich in Europa vor allem auf die Geldpolitik verlässt.

Die Lösung kann daher nur darin liegen, eine fiskalische Unterstützung auf europäischer Ebene zu gewähren, die die nationalen öffentlichen Haushalte entlastet. Die Debatte über die Bereitstellung fiskalischer Unterstützung bleibt jedoch von politischen Kontroversen geprägt.

Die Kommission hat zunächst angekündigt, einige Haushaltsposten neu zu priorisieren, um Unterstützung z. B. für KMU bereitzustellen. Der Umfang ist gering. Der Aufgabenbereich des EU-Solidaritätsfonds, der für Naturkatastrophen vorgesehen ist, könnte erweitert werden, um die Coronakrise mit abzudecken. Allerdings stehen dem Fonds derzeit weniger als 1 Mrd. Euro zur Verfügung. Die Kommission schlug vor, eine signifikant größere Summe – insgesamt etwa 37 Mrd. Euro – an nicht ausgegebenen Kohäsionsfondsmitteln umzuwidmen. Es ist jedoch unklar, in welchem Umfang so tatsächlich zusätzliche Ausgaben ermöglicht werden und ob dies die Haushalte dort entlastet, wo es am nötigsten ist.

Ein verstärktes Engagement der Europäischen Investitionsbank (EIB) wurde vereinbart. Zusätzlich zu einem im März angekündigten Paket von 40 Mrd. Euro soll ein europaweiter Garantiefonds entstehen. Hierbei sollen Garantien der Mitgliedstaaten in Höhe von 25 Mrd. Euro EIB-Darlehen in Höhe von 200 Mrd. Euro ermöglichen. Diese Darlehen sollen insbesondere KMU zu Gute kommen.

Ein drittes Element ist das von der EU-Kommission vorgeschlagene SURE-Programm (Temporary Scheme to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency). Dieses bietet eine finanzielle Unterstützung für nationale Kurzarbeitsprogramme und ähnliche Maßnahmen. Mit einem maximalen Volumen von 100 Mrd. Euro ist das Programm vom Gesamtbudget her recht groß. Die Mitgliedstaaten müssen hierbei nur Garantien geben, kein Kapital bereitstellen. Es werden aber nur Darlehen zur Verfügung gestellt. Die nationale Schuldenlast wird daher nur in dem Maße reduziert, wie diese Darlehen hinsichtlich Verzinsung und Laufzeit günstiger als auf dem Anleihenmarkt sind. Solange die EZB bereit ist, die Renditespannen innerhalb enger Bandbreiten durch PEPP und andere Maßnahmen zu begrenzen, dürfte die fiskalische Entlastung durch eine Verbesserung der Kreditkonditionen makroökonomisch kaum signifikant sein.

Die Debatte über die fiskalische Unterstützung hat sich lange auf den Europäischen Stabilitäts-

mechanismus (ESM) konzentriert, der – als zwischenstaatliche Institution – nach der Eurokrise eingerichtet wurde. Er soll Mitgliedstaaten, die den Zugang zu den Finanzmärkten verloren haben, ermöglichen, notwendige Staatsausgaben zu finanzieren. Wie der Internationale Währungsfonds verlangt auch der ESM bei einem Kredit Konditionalität und schränkt damit den nationalen wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum ein. Damit war der ESM attraktiv für Mitgliedstaaten wie Niederlande und Österreich, die einer Schuldenvergemeinschaft skeptisch gegenüberstanden. In anderen Mitgliedstaaten gilt der ESM aus dem Grund aber als politisch „toxisch“.

Nach angespannten Verhandlungen wurde ein Kompromiss erzielt. Krisenkredite des ESM werden allen Mitgliedstaaten des Euroraums im Umfang von bis zu 2% des BIP zur Verfügung stehen. Dabei wird auf die übliche Konditionalität verzichtet. Die neue Kreditlinie (Pandemie-Krisenhilfe) ist jedoch zeitlich begrenzt bis zum Ende der Covid-19-Krise, ohne klare Angaben darüber, wie dieses Ende bestimmt wird, und inhaltlich begrenzt auf direkte und indirekte Ausgaben im Zusammenhang mit Gesundheitsversorgung und Prävention. Diese Kosten decken jedoch nur einen kleinen Teil der zu erwartenden Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen ab, die größtenteils aus dem Rückgang der Wirtschaftsleistung resultieren. Darüber hinaus werden diese fiskalischen Auswirkungen viel länger andauern als die unmittelbare Gesundheitskrise.

Grundsätzlich wird die erweiterte ESM-Fazilität, wie im oben analysierten Fall von SURE, nicht mehr leisten, als zinsgünstige Kredite in einer Situation anzubieten, in der dank der EZB der Marktzugang und das Zinsniveau nicht die Hauptprobleme sind. Die Verpflichtung zur Rückzahlung von ESM-Darlehen wird den Spielraum der künftigen Fiskalpolitik einschränken. Angesichts innenpolitischer Widerstände und einer möglichen Stigmatisierung an den Finanzmärkten ist der Anreiz für Länder, solche Kredite aufzunehmen, sehr begrenzt.

Im Verlauf der Coronakrise wurden Stimmen lauter, die Änderungen am EU-Haushalt für die nächsten sieben Jahre, dem mehrjährigen Finanzrahmen (MFR), forderten. Der EU-Haushalt macht etwa 1% des BIP der Union aus und hat nur eine begrenzte Umverteilungswirkung und eine vernachlässigbare Stabilisierungswirkung (Pasimeni und Riso 2016). Über den nächsten MFR – für den Zeitraum 2021-2027 – wird derzeit verhandelt. Dies bietet eine Gelegenheit, ihn zu überdenken und an die aktuellen Herausforderungen anzupassen. Es wurden mehrere Vorschläge gemacht, die auf eine erhebliche, vorübergehende Erhöhung der Haushaltsbeiträge, vielleicht auf 2% des BIP, hinauslaufen, die dazu genutzt werden könnte, eine Kreditaufnahme an den Märkten durch die EU-Kommission und die Weitervergabe der Mittel an die Mitgliedstaaten zu ermöglichen. Diese Schulden würden dann aus Mitteln des EU-Haushalts bedient. Das wäre eine Alternative zur

Ausgabe gemeinsamer Anleihen. Es wurden mehrere Vorschläge für Coronabonds oder Recoverybonds mit unterschiedlichen Modalitäten gemacht (Dullien et al. 2020; Theobald und Tober 2020). Die politischen Widerstände sind aber erheblich.

Die spanische Regierung brachte den Ball ins Rollen mit einem Vorschlag für einen über den EU-Haushalt finanzierten Wiederaufbaufonds mit einem Volumen von 1,5 Billionen Euro.<sup>1</sup> Am 18. Mai legten die französische und die deutsche Regierung einen gemeinsamen Vorschlag vor, der einen 500 Milliarden Euro schweren Wiedereinzahlungsfonds mit Zuschüssen für schwer betroffene Länder vorsah (Presse- und Informationsamt der Bundesregierung 2020). Kurz darauf, am 27. Mai, präsentierte die Europäische Kommission ihren Plan unter dem Titel Next Generation EU, der die Grundlage für die Verhandlungen in den kommenden Wochen bilden wird (Europäische Kommission 2020c). Der Plan greift den Inhalt der Merkel-Macron-Erklärung auf und bettet den Sanierungsfonds in den EU-Haushalt ein, der als Garantie dafür dienen soll, 750 Mrd. Euro auf den Finanzmärkten zu beschaffen. Diese Mittel sollen dann an die Mitgliedstaaten als Zuweisung (500 Mrd. Euro) oder als (günstiges) Darlehen (250 Mrd. Euro) zur Verfügung gestellt werden. Die jedem Mitgliedstaat maximal zur Verfügung stehenden Mittel werden in Abhängigkeit von der Bevölkerung, dem Pro-Kopf-BIP und der Arbeitslosigkeit (und nicht von den kurzfristigen Auswirkungen der Krise) berechnet. Die Ausgaben sollen über bestehende EU-Programme (wie Struktur- und Kohäsionsfonds) und nach nationalen Wiederaufbauplänen, die von den Mitgliedsstaaten erstellt und von der Kommission genehmigt wurden, kanalisiert werden. Die Auszahlung erfolgt über den Zeitraum 2021-2024. Es ist vorgesehen, dass die Tilgung 2028 für eine Dauer von 30 Jahren beginnt. Sollte es der Kommission nicht gelingen sein, zusätzliche Eigenmittel (wie z.B. eine Internet-Steuer, eine Kunststoffsteuer oder eine Kohlenstoff-Grenze-Abgabe) zu erhalten, werden die Mitgliedstaaten ihren Beitrag zum EU-Haushalt erhöhen müssen.

## Bewertung

Die Entwicklungen der letzten Wochen und Monate zeigen, dass einige Lehren aus der Eurokrise gezogen wurden: Die EZB hat schnell reagiert, die Liquiditätsunterstützung massiv ausgeweitet und die Regeln für Anleihekäufe gelockert. Die Europäische Kommission lockerte potenziell einschränkende Regeln und begann, Ressourcen auf EU-Ebene zu mobilisieren, um den unmittelbaren Auswirkungen der Covid-19-Krise entgegenzuwirken. Fast alle

der beschlossenen Unterstützungsmaßnahmen erfolgen jedoch in Form von Darlehen. Per saldo ergibt sich der Vorteil für die Länder hauptsächlich aus der Differenz zwischen den Kreditzinsen (und Laufzeiten), die diese verschiedenen Programme bieten, und den Bedingungen, zu denen sie sich auf den Finanzmärkten finanzieren könnten. Solange die derzeitigen EZB-Maßnahmen nicht in Frage gestellt werden, ist die Unterstützung, die die Länder durch die oben beschriebenen Darlehen erhalten würden, aus makroökonomischer Sicht, gering. Die Maßnahmen dienen dazu, die EZB zu entlasten und sollen den politischen Handlungswillen der Mitgliedstaaten dokumentieren. Sie erleichtern es dadurch der EZB, ihre Politik beizubehalten, was nicht zuletzt im Lichte des Urteils des Bundesverfassungsgerichts zum EZB-Anleiheprogramm durchaus von Bedeutung ist.

Der Umfang der Unterstützung der Mitgliedstaaten durch die bisher beschlossenen Programme steht jedoch in keinem Verhältnis zu der enormen Herausforderung, vor der diese stehen. Die europäische Politik ist sich inzwischen bewusst, dass angesichts der Schwere der gegenwärtigen Krise es unumgänglich sein wird, wenn längerfristige Schäden abgewendet werden sollen, einen Teil der durch die Coronakrise bedingten zusätzlichen öffentlichen Schuldenlast der Mitgliedstaaten in irgendeiner Form zu vergemeinschaften.

Die auf dem EU-Haushalt basierenden Vorschläge, die in dem Next Generation Plan der EU-Kommission gipfeln, stellen aus zwei Gründen einen wichtigen Durchbruch dar: Erstens wird eine gemeinsame makroökonomische Stabilisierungskapazität geschaffen; zweitens wird der Grundsatz aufgestellt, dass diese Kapazität nach dem Bedarf und nicht nach der Höhe der Beiträge genutzt werden kann. Obwohl der Recovery Fund ausdrücklich als vorübergehend konzipiert ist, kann er als Blaupause für künftige Diskussionen über eine dauerhafte Finanzkapazität für den Euroraum dienen.

Der Kommissions-Vorschlag muss jedoch noch vom Rat genehmigt werden, der in dieser Angelegenheit einstimmig entscheidet. Die Opposition beschränkt sich zwar auf eine kleine und schrumpfende Zahl kleinerer Mitgliedstaaten, aber ein gewisser Verlust an politischem Ehrgeiz ist in der von den Mitgliedstaaten akzeptierten Endfassung des Plans zu erwarten.

Was bis jetzt komplett fehlt, ist eine echte europäische Antwort auf die längerfristigen, miteinander verflochtenen Herausforderungen, vor denen Europa steht. Ein großes Programm EU-weiter öffentlicher Investitionen in Bereiche wie Verkehrsinfrastruktur, Stromnetze und Dekarbonisierungsprogramme und nicht zuletzt in die öffentliche Gesundheit, wie in Creel et al 2020 vorgeschlagen, ist notwendig, um Europa aus der Krise herauszuführen und auf die längerfristigen Klima- und andere Ziele der Union hinzuarbeiten.

<sup>1</sup> <https://english.elpais.com/politics/2020-04-20/spain-proposes-a-15-trillion-coronavirus-recovery-fund-financed-through-perpetual-eu-debt.html>

- Allsopp, C. / Watt, A. (2003):** Trouble with EMU: Fiscal policy and its implications for inter-country adjustment and the wagebargaining process. In: *Transfer. European Review of Labour and Research*, Bd. 10, H. 4, S. 646-664.
- Auerbach, A. J. / Gorodnichenko, Y. (2012):** Measuring the output responses to fiscal policy. In: *American Economic Journal: Economic Policy*, Bd. 4, H. 2, S. 1-27.
- Bardt, H. / Dullien, S. / Hüther, M. / Rietzler, K. (2019):** Für eine solide Finanzpolitik: Investitionen ermöglichen. *IMK Report* Nr. 152, November.
- Barro, R. J. (1979):** On the Determination of Public Debt. In: *Journal of Political Economy*, Bd. 87, S. 940-971.
- Behrend, A. / Gehr, K. / Paetz, C. / Theobald, T. / Watzka, S. (2019):** Europa kann es besser. Wirtschaftspolitische Szenarien für stabileres Wachstum und mehr Wohlstand. *BeMo-Studie* für die Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Benassy-Quere, A. / Brunnermeier, M. / Enderlein, H. / Farhi, E. / Fratzscher, M. / Fuest, C. / Gourinchas, P.-O. / Martin, P. / Ferry, J.-P. / Rey, H. / Schnabel, I. / Veron, N. / Weder di Mauro, B. / Zettelmeyer, J. (2018):** Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight* No. 91, Januar.
- Blanchard, O. J. / Leandro, A. / Zettelmeyer, J. (2020):** Revisiting the EU fiscal framework in an era of low interest rates. Manuscript.
- Blanchard, O. J. / Leigh, D. (2013):** Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. *NBER Working Paper* No. 18779.
- Bofinger, P. / Dullien, S. / Felbermayr, G. / Hüther, M. / Südekum, J. / Schularick, M. / Trebesch, C. (2020):** *Europa muss jetzt finanziell zusammenstehen*. Ein Gastbeitrag von sieben Ökonomen. *FAZ*, 21.03.2020.
- Bohn, H. (1998):** *The Behavior of U. S. Public Debt and Deficits*. In: *The Quarterly Journal of Economics*, Bd.113, H. 3, S. 949-963..
- Bom, P. R. / Ligthart, J. E. (2014):** What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital? In: *Journal of Economic Surveys*, Bd. 28, H. 5, S. 889-916.
- Brück, T. / Zwiener, R. (2006):** Fiscal policy rules for stabilisation and growth: A simulation analysis of deficit and expenditure targets in a monetary union. In: *Journal of Policy Modeling* Bd. 28, S. 357-369.
- Candolon, B. / Muysken, J. / Vermeulen, R. (2010):** Fiscal policy and monetary integration in Europe: an update. In: *Oxford Economic Papers*, Bd. 62, H. 2, S. 323-349.
- Carnot, N. / de Castro, F. (2015):** The Discretionary Fiscal Effort: An Assessment of Fiscal Policy and Its Output Effect. *European Economy Economic Papers* Nr. 543.
- Center on Budget and Policy Priorities (2019):** *Policy Basics: The PAYGO Budget Rule*.
- Checherita-Westphal, C. / Žd'árek, V. (2017):** Fiscal reaction function and fiscal-fatigue: evidence for the euro area. *ECB Working Paper Series* No 2036.
- Claeys, G. / Darvas, Z. / Leandro, A. (2016):** A proposal to revive the European fiscal framework. *Bruegel Policy Contribution Issue* 2016/07.
- Cottarelli, C. / Jaramillo, L. (2012):** Walking hand in hand: Fiscal policy and growth in advanced economies. *IMF Working Paper* WP/12/137.
- Creel, J. / Holzner, M. / Saraceno, F. / Watt, A. / Wittwer, J. (2020):** How to spend it. A proposal for a European Covid-19 recovery programme, *IMK Policy Brief* Nr. 92, Juni.
- Darvas, Z. / Martin, P. / Ragot, X. (2018a):** European Fiscal Rules Require a Major Overhaul. *Notes du conseil d'analyse économique*, Nr. 47.
- Darvas, Z. / Martin, P. / Ragot, X. (2018b):** *The economic case for an expenditure rule in Europe*.
- Draghi, M. (2020):** We must mobilise as if for war. *Financial Times*, 27.3.2020.
- Ducoudré, B. / Plane, M. / Sampognaro, R. / Ragot, X. / Timbeau, X. (2018):** Simulation of a Fiscal Public Expenditure Rule Dependent on the Level of Public Debts, *conseil d'analyse économique*. Focus Nr. 023.
- Dullien, S. (2017):** Ten Lessons from a Decade of Debating an EUBS: Robust Findings, Popular Myths and Remaining Dilemmas. In: *Intereconomics*, Bd. 52, H. 3, S. 159-164.
- Europäische Kommission (2015):** Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität. Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank, *Straßburg*, 13.1.2015 COM(2015) 12 final.
- Europäische Kommission (2016):** The Macroeconomic Imbalance Procedure – Rationale, Process, Application: A Compendium. *Institutional Paper* 039, Brüssel.
- Europäische Kommission (2020a):** Überprüfung der wirtschaftspolitischen Steuerung. Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, *Brüssel*, 5.2.2020 COM(2020) 55 final.
- Europäische Kommission (2020b):** *European Economic Forecast*, Spring 2020. *Institutional Paper* 125, Mai.
- Europäische Kommission (2020c):** Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation, COM(2020) 456 final.
- Europäische Zentralbank (2017):** Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework. *ECB Occasional Paper Series*, Nr. 185.
- European Fiscal Board (2019):** Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six- and two-pack legislation.
- Fatás, A. / Summers, L.H. (2018):** *The permanent effects of fiscal consolidations*. In: *Journal of International Economics*, Bd. 112, S. 238-250.
- Furman, J. (2016):** *The new view of fiscal policy and its application*. Delivery for Conference: Global Implications of Europe's Redesign. 5. Oktober, New York.
- Galí, J. / Perotti, R. (2003):** Fiscal policy and monetary integration in Europe. In: *Economic Policy*, Bd. 18, H. 37, S. 533-572.
- Gechert, S. (2015):** What fiscal policy is most effective? A meta-regression analysis. In: *Oxford Economic Papers*, Bd. 67, H. 3, S. 553-580.



## ALLE IMK PUBLIKATIONEN

Reports, Working Paper, Studies und Policy Briefs.

<https://www.imk-boeckler.de/de/veroeffentlichungen-15375.htm>

- Gechert, S. / Horn, G. / Paetz, C. (2019):** Long-Term Effects of Fiscal Stimulus and Austerity in Europe. In: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 81, H. 3, S. 647-666.
- Gechert, S. / Rannenberg, A. (2018):** Which Fiscal Multipliers Are Regime-Dependent? A Meta-Regression Analysis. In: Journal of Economic Surveys, Bd. 32, H. 4, S. 1160-1182.
- 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.
- Hein, E. / D. Detzer (2014):** Coping with Imbalances in the Euro Area: Policy Alternatives Addressing Divergences and Disparities between Member Countries. Levy Economics Institute, Working Paper Nr. 816. September.
- Horn, G. / Lindner, F. / Stephan, S. / Zwiener, R. (2017):** Zur Rolle der Nominallöhne für die Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse. IMK Report Nr. 125.
- Horn, G. / Lindner, F. / Tober, S. / Watt, A. (2012):** Quo vadis Krise? Zwischenbilanz und Konzept für einen stabilen Euroraum. IMK Report Nr. 75.
- House, C., / Proebsting, C. / Tesar, L. (2019):** [Austerity in the aftermath of the great recession.](#) In: Journal of Monetary Economics.
- Huart, F. (2012):** Is fiscal policy procyclical in the Euro area? In: German Economic Review, Bd. 14, H. 1, S. 73-88.
- Hüther, M. (2019):** 10 Jahre Schuldenbremse – ein Konzept mit Zukunft? IW-Policy Paper Nr. 3, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Illing, G. (1997):** Theorie der Geldpolitik – eine spieltheoretische Einführung. Springer Verlag, Berlin/Heidelberg.
- Imbeau, L. M. (2005):** Deficits and Surpluses in Federated States: A review of the Public Choice Empirical Literature. In: Journal of public finance and public choice Bd. 22, H. 3, S. 123-145.
- IWF (2020):** Fiscal Monitor – Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic, April.
- Jaimovich, D. / Panizza, U. (2007):** [Procyclicality or reverse causality?](#) IDB Working Paper Nr. 501, März.
- Juncker, J.-C. / Tusk, D. / Dijsselbloem, J. / Draghi, M. / Schulz, M. (2015):** [Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden.](#) Bericht der fünf Präsidenten.
- Koll, W. (2005):** The Macroeconomic Dialogue – development and intentions. In: Hein, E. / Niechoj, T. / Schulten, T. / Truger, A. (Hrsg.): Macroeconomic policy coordination in Europe and the role of the trade unions. ETUI, Brüssel, S. 175- 212.
- Koll, W. (2013):** The new economic governance arrangements and autonomous collective bargaining in the European Union. IMK Study Nr. 30e.
- Koll, W. / Watt, A. (2018):** Convergence and stability in the Euro Area through effective macroeconomic policy coordination. IMK Study Nr. 61e.
- Koll, W. / Watt, A. (2019):** Konvergenz von Lohnentwicklung und Makropolitik für eine stabile Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. In: WSI-Mitteilungen, Jg. 72, Nr. 2, S. 115-124.
- Kopits, G. / Symansky, S. (1998):** Fiscal Policy Rules. IMF Occasional Paper 162. Washington DC.
- Ley, E. (2010):** Fiscal (and External) Sustainability. The World Bank, PREM Economic Policy & Debt, Manuscript.
- Obstfeld, M (2017):** [Assessing global imbalances: The nuts and bolts.](#) IMF Blog, 26. Juni 2017.
- Pasimeni, P. / Riso, S. (2016):** The Redistributive Function of the EU Budget, IMK Working Paper Nr. 174.
- Pereira da Silva, L. / Mojon, B. (2019):** [Exiting low inflation traps by “consensus”: nominal wages and price stability.](#) Speech, based on the keynote speech at the Eighth High-level Policy Dialogue between the Eurosystem and Latin American Central Banks, Cartagena de Indias, Colombia, 28.-29. November 2019.
- Portes, J. / Wren-Lewis, S. (2015):** Issues in the design of fiscal policy. The Manchester School, Bd. 83, H. S3, S. 56-86.
- Presse- und Informationsamt der Bundesregierung (2020):** A French-German initiative for the European recovery from the Corona crisis, Pressemitteilung Nummer 173/20 vom 18. Mai 2020
- Priewe, J. (2020):** Why 60 and 3 percent? European Debt and Deficit Rules – Critique and Alternatives. IMK Study Nr. 66, Februar.
- Romer, C. / Romer, D. (2010):** The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks. American Economic Review, Bd. 100, H. 3, S. 763-801.
- Schaechter, A. / Kinda, T. / Budina, N. / Weber, A. (2012):** Fiscal Rules in Response to the Crisis - Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset. IMF Working Paper WP/12/187.
- Theobald, T. / Tober, S. (2020):** [EUR-bonds in the corona crisis and beyond.](#) Social Europe, 10. April.
- Tooze, A. (2019):** [Output gap nonsense.](#) Social Europe, 20. April.
- Truger, A. (2015):** Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe. Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery. AK Wien, Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft. Working Paper Nr. 138.
- Truger, A. (2016):** The Golden Rule of Public Investment – A Necessary and Sufficient Reform of the EU Fiscal Framework. IMK Working Paper Nr. 168.
- Truger, A. / Will, H. (2012):** Gestaltungsanfällig und pro-zyklisch: Die deutsche Schuldenbremse in der Detailanalyse. IMK Working Paper Nr. 88.
- Watt, A. (2005):** Can reform of the Macroeconomic Dialogue improve economic policy-making in Europe? In: Hein, E. / Niechoj, T. / Schulten, T. / Truger, A. (Hrsg.): Macroeconomic policy coordination in Europe and the role of the trade unions, ETUI, Brüssel, S. 237-259.
- Watt, A. (2011):** Strengthening the automatic stabilisers in Europe: Why, what and how? In: Niechoj, T., et al. (Hrsg.) Stabilising an unequal economy? Public debt, financial regulation and income distribution. Metropolis, S. 197-220.
- Watt, A. (2017):** Explaining unemployment developments in Europe. The role of wage-setting institutions and macroeconomic policies. IMK Study Nr. 57.
- Watt, A. / Watzka, S. (2018):** Overcoming Euro Area fragility. IMK Report Nr. 139.
- Wyplosz, C. (2007):** Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives. HEI Working Paper No: 03/2007.
- Wyplosz, C. (2012):** Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences. NBER Working Paper 17884, März.



Alle Links wurden zuletzt  
am 18.06.2020 geprüft

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
der Hans-Böckler-Stiftung  
Georg-Glockstr. 18, 40474 Düsseldorf  
Telefon +49 (211) 77 78-31 2

imk-report@boeckler.de  
<http://www.imk-boeckler.de>

### Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 77 78-15 0  
[rainer-jung@boeckler.de](mailto:rainer-jung@boeckler.de)

### Autorenkontakt

PD Dr. Sebastian Watzka, [Sebastian-Watzka@boeckler.de](mailto:Sebastian-Watzka@boeckler.de)

### Ausgabe

IMK Report Nr. 159 (abgeschlossen am 18. Juni 2020)

Redaktionsleitung: PD Dr. Sebastian Watzka  
Satz: Sabine Kurzböck

ISSN 1861-3683



„Vorschläge zur Reform der europäischen Fiskalregeln und Economic Governance“ von Sebastian Dullien, Christoph Paetz, Andrew Watt und Sebastian Watzka ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:  
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.