

dann verwirklicht werden, wenn die Eurogruppe sowie die entsprechenden europäischen Bankenaufsichtsbehörden der Auffassung sind, dass zuvor die Risiken in den nationalen Bankensystemen abgebaut und wirksame nationale Bankensicherungsfonds aufgebaut worden sind – wenn also eigentlich keine Notwendigkeit mehr für eine zusätzliche Absicherung besteht.

Die Diskussionen über eine automatische Stabilisierungsfunktion (z. B. EU-Arbeitslosenversicherung) und eine Europäische Einlagensicherung für Banken sind komplett blockiert. Damit befinden sich die Beschlüsse hart an der Grenze zur reinen Symbolpolitik – die Widerstandsfähigkeit der Eurozone wird dadurch kaum gestärkt werden. Von den drei ökonomischen Anforderungen an eine Stabilisierung der Währungsunion wird keine erfüllt.

Wichtig zu erwähnen ist, dass Deutschland keineswegs alleine weitere Reformschritte blockiert. Inzwischen hat sich eine Gruppe von zwölf Ländern zu einer „Hanseatischen Liga“²⁷ zusammengeschlossen, die nicht nur noch kompromissloser ist, sondern sich sogar direkt gegen den deutsch-französischen Minimalkompromiss richtet. Die Erfolgsaussichten für eine weitreichende Reform sind daher gering. Zwar sind geringfügige Zugeständnisse von der deutschen Seite zu erwarten, diese werden jedoch aller Voraussicht nach nichts am grundlegenden Charakter der reformierten Euro-Steuerungsarchitektur ändern. Im Gegenteil, statt keynesianisch ausgerichteter Transferunion *à la Macron* ist eine neoklassisch-ordnungspolitisch motivierte Stärkung der risikovermindernden Instrumente auf Merkel-Art wahrscheinlich – mit den in Abschnitt 2 dargelegten negativen Folgen für die Stabilität der Währungsunion.

Angesichts dieser Reformblockade wenden wir uns im nächsten Abschnitt einem pragmatischeren Lösungsansatz zu.

4. Handlungsspielräume innerhalb des bestehenden institutionellen Rahmens nutzen²⁸

Im Folgenden konzentrieren wir uns auf pragmatische Vorschläge zur Stärkung der Fiskalpolitik und damit auf die zweite der in Abschnitt 2 identifizierten Anforderungen zur Reform der *Economic Governance*. Damit gehen wir implizit davon aus, dass die EZB ihre pragmatische Politik der Stützung der Staatsanleihekurse fortsetzt und damit für die Erfüllung der ersten Anforderung sorgt. Weil die hier vorgeschlagenen Maßnahmen die ökonomische Entwicklung und die Krisenfestigkeit der Staaten stärken und zudem im Einklang mit dem bestehenden fiskalischen Regelwerk stehen, sprechen weder ökonomische noch rechtliche Gründe dagegen. Was die dritte Anforderung der Verringerung der außenwirtschaftlichen Un-

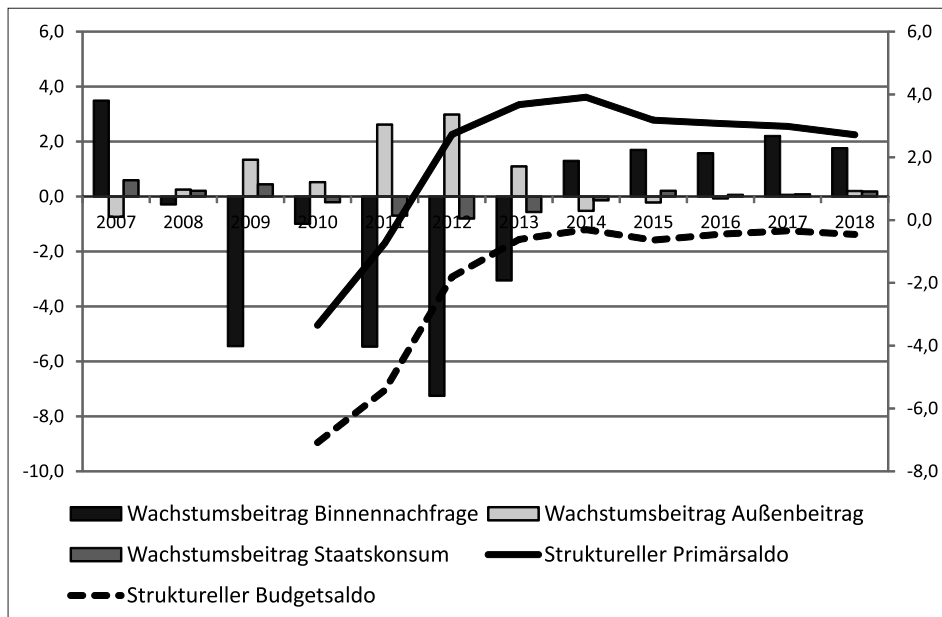
gleichgewichte angeht, so wird sie von uns nicht explizit adressiert. Sowohl Zielkonflikte als auch -harmonien sind möglich. Unser Schwerpunkt liegt damit eher auf kurzfristigen Maßnahmen der Stabilisierung des Euro-raums und weniger auf mittel- bis langfristig notwendigen Korrekturmaßnahmen. Bevor wir auf unsere Vorschläge eingehen, verdeutlichen wir zunächst noch einmal die aus unserer Sicht zentrale Bedeutung der Fiskalpolitik.

4.1 Exkurs: Zur makroökonomischen Wirksamkeit der Fiskalpolitik ab 2015

Die zentrale Bedeutung der Fiskalpolitik für die makroökonomische Entwicklung im Euroraum wird dadurch deutlich, dass die akute Krise in den Ländern der europäischen Peripherie – zumindest vorläufig – nur durch eine Lockerung der fiskalischen Regeln und damit eine wesentlich weniger restriktive Fiskalpolitik überwunden werden konnte. Nachdem u. a. die Verschärfung der europäischen Fiskalregeln²⁹ (Six-Pack, Fiskalpakt, Two-Pack) dort zu einer strikten Austeritätspolitik geführt hatten, wurden durch die neue EU-Kommission unter Jean-Claude Juncker die Regeln etwas weniger streng interpretiert und gehandhabt.³⁰ Dies ermöglichte zusammen mit der 2012 erklärten Bereitschaft der EZB, für die Staatsschuld-papiere der betroffenen Staaten zu garantieren, endlich eine konjunkturelle Erholung.

Abbildung 1 zeigt mittels des strukturellen Budgetsaldos und des strukturellen Primärsaldos³¹ für vier Krisenländer (Griechenland, Italien, Portugal und Spanien) die Ausrichtung der Fiskalpolitik und stellt sie der Wachstumsentwicklung gegenüber. Steigen (sinken) die strukturellen Salden, signalisiert das eine restriktive (expansive) Fiskalpolitik. Wie ersichtlich wird, brach im Zuge der Austeritätspolitik von 2010 bis 2013 – der strukturelle Budgetsaldo wurde in nur drei Jahren um über 6% des BIP verringert – die Binnennachfrage extrem stark ein. Der zunächst zarte und dann etwas kräftiger werdende Aufschwung seit 2014 wurde spiegelbildlich von der Binnennachfrage getragen und fällt mit einer spürbaren Lockerung der Konsolidierungspolitik zusammen: 2014 schaltete die Fiskalpolitik zunächst auf einen neutralen, seit 2015 dann auf einen neutralen bis leicht expansiven Kurs um. Die Brüsseler Haushaltsüberwachung duldete – auch unterstützt durch die Neuinterpretation der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) – letztlich die Verschlechterung des strukturellen Budgetsaldos. Beim Primärsaldo fällt das Umschalten der Fiskalpolitik sogar noch etwas stärker aus. Hier zeigt sich die Wirkung des Anleihekaufprogramms der EZB, das zu einer spürbaren Senkung der Zinsausgaben führte und damit zusätzliche fiskalische Spielräume schuf.

Abbildung 1: Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten (linke Achse), struktureller Budgetsaldo und struktureller Primärsaldo in der „EWU-12-Peripherie“* in Prozent des potenziellen Bruttoinlandsprodukts (rechte Achse), 2007-2018



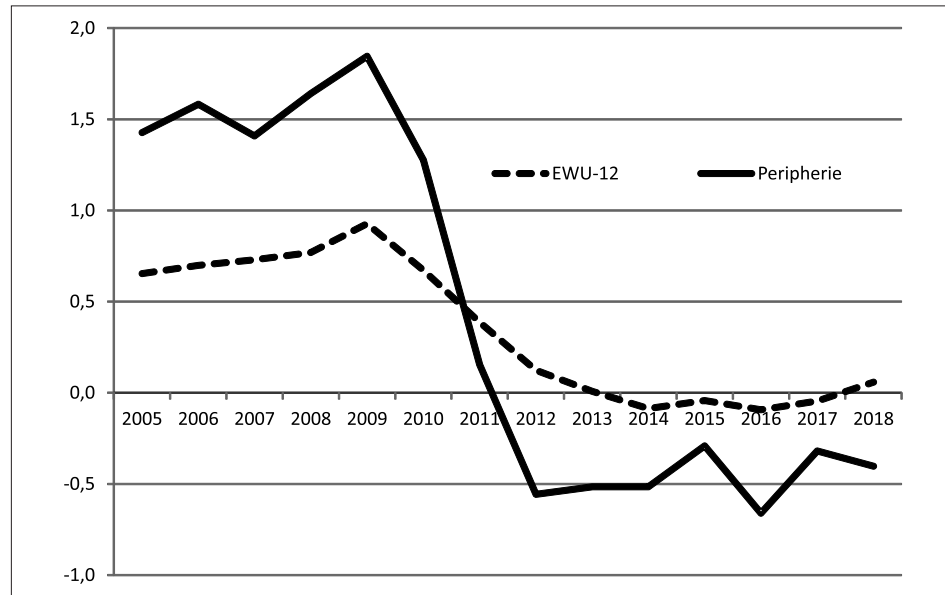
* Griechenland, Italien, Portugal, Spanien, ungewichtetes arithmetisches Mittel.
Quelle: Europäische Kommission (2019); eigene Berechnungen.

Ein weiterer wesentlicher Aspekt betrifft die Entwicklung der öffentlichen Investitionen (Abbildung 2): In der akuten Austeritätsphase stürzten die öffentlichen Nettoinvestitionen in der Peripherie von 2009 bis 2012 um gut 2,4% des BIP ab. Obwohl ihr Multiplikator besonders hoch ist und damit Reduktionen besonders schädlich sind,³² waren sie besonders stark von Kürzungen betroffen, weil es sich bei ihnen zumeist nicht um Pflichtaufgaben handelt und sie daher als Erste der Konsolidierung zum Opfer fallen. Erst ab dem Jahr 2012 gelang eine Stabilisierung, allerdings auf dem negativen Niveau von etwa -0,5% des BIP, was bedeutet, dass seither der öffentliche Kapitalstock in der Peripherie schrumpft.

4.2 Pragmatische Vorschläge zur Erweiterung der fiskalischen Spielräume

Wie im vorstehenden Abschnitt erläutert, ist es für die makroökonomische Entwicklung und die Stabilisierung des Euroraums im nächsten Abschwung von zentraler Bedeutung, die öffentlichen Investitionen zu erhöhen und zu verstetigen und die konjunkturelle Flexibilität der Finanzpolitik

Abbildung 2: Öffentliche Nettoinvestitionen in der EWU-12, und der „EWU-12-Peripherie“* in Prozent des BIP (2005-2018)



* Griechenland, Italien, Portugal, Spanien, ungewichtetes arithmetisches Mittel.
Quelle: Europäische Kommission (2019); eigene Berechnungen.

zu erhöhen. Aus unserer Sicht wäre dies ganz pragmatisch auch im bestehenden institutionellen Rahmen möglich.

Hierzu müsste lediglich der von der EU-Kommission³³ ohnehin schon erweiterte fiskalpolitische Spielraum noch flexibler gefasst werden. Tatsächlich verfügt die Kommission nach der Umstellung der Entscheidungsregeln des Defizit-Verfahrens durch Six-Pack und Fiskalpakt über erhebliche autonome Entscheidungsspielräume,³⁴ die sie in den Fällen von Frankreich, Spanien und Portugal auch bereits ausgeschöpft hat. Eine weitreichendere Interpretation der Spielräume im Rahmen des bestehenden fiskalpolitischen Regelwerks, wie wir sie vorschlagen, kann nahtlos an die neue Auslegung durch die EU-Kommission anknüpfen.

Tabelle 7 gibt einen Überblick über die im Folgenden skizzierten sieben Optionen. (1) Zunächst könnte die Investitionsklausel weiter ausgelegt werden, z. B. indem sämtliche von der EU kofinanzierten temporären Investitionsprojekte ohne weitere restriktive Bedingungen nicht auf die Haushaltsdefizite angerechnet werden. (2) Darüber hinaus könnten auch andere temporäre Investitionsprojekte analog zum Vorgehen der Kommission beim EFSI ausgenommen werden. Andernfalls würde sich die Frage stellen, warum die Kommission bestimmte Projekte begünstigt, wenn sie über den EFSI finanziert werden, nicht aber, wenn sie als reguläre öffentli-

che Investitionen der Mitgliedsstaaten durchgeführt werden. (3) Bestimmte zentrale Investitionsprojekte (z. B. energetische Gebäudesanierung, Infrastrukturprojekte) könnten zudem als Strukturreform interpretiert werden und so eine vorübergehende Abweichung vom Konsolidierungspfad begründen. (4) Bei der Haushaltsanalyse durch die Mitgliedstaaten und die Kommission sollten zudem realistische (Investitions-)Multiplikatoren in einer Größenordnung von deutlich über eins angesetzt werden: Zusätzliche öffentliche Investitionen finanzieren sich in diesem Fall zu einem erheblichen Anteil selbst, weshalb sie – zumindest im Rahmen des Defizitverfahrens – (annähernd) irrelevant sein könnten. Durch das parallele Wachstum des BIP bliebe zudem die Schuldenstandsquote auch bei nominal höherer Verschuldung konstant oder ginge zumindest zeitweise zurück.

Tabelle 7: Sieben Optionen für eine expansive Finanzpolitik und höhere öffentliche Investitionen

(1) aktiverer Einsatz der „Investitionsklausel“
(2) befristete Investitionsprogramme zulassen (analog zum EFSI)
(3) Interpretation bestimmter befristeter Investitionsprogramme als Strukturreform
(4) Ansatz eines realistischen Investitionsmultiplikators bei der Haushaltsanalyse
(5) Spielraum in ökonomisch schlechten Zeiten nutzen
(6) Ausnahme für schwerwiegenden Abschwung in EU oder Eurozone nutzen
(7) Einsatz besserer Konjunkturbereinigungsverfahren

Quelle: eigene Zusammenstellung auf Basis von EU-Kommission (2015a).

Schließlich sollte generell der Spielraum für eine expansivere Finanzpolitik – durchaus auch unabhängig von den klassischen öffentlichen Investitionen – genutzt werden. (5) Dies kann einmal unter Hinweis auf die schlechte Konjunktur in einzelnen Mitgliedstaaten, (6) vor allem aber unter Inanspruchnahme der Ausnahmeregel einer außergewöhnlichen Rezession im Euroraum oder der EU als Ganzes geschehen. In einer zukünftigen Krise müsste diese Möglichkeit zügig genutzt werden. Die Kommission könnte analog zum „European Economic Recovery Plan“ (EERP) aus dem Jahr 2008³⁵ ein Europäisches Anti-Krisenprogramm auflegen. Tatsächlich hat die EU-Kommission zur Illustration der Ausnahmeregel explizit den Vergleich mit dem EERP gewählt.³⁶ Als Bedingung für die Inanspruchnahme soll sie auf außergewöhnliche Situationen beschränkt bleiben. Ein kräftiger Abschwung mit Disinflation und einer bereits an der Nullzinsgrenze operierenden Geldpolitik böte hierfür sicherlich eine überzeugende Rechtfertigungsmöglichkeit. Die dadurch ermöglichten Anti-Kri-

senprogramme könnten eine starke expansive Wirkung entfalten und die Konjunktur tatsächlich stabilisieren.

(7) Unterstützt würden sämtliche Optionen für eine expansive Finanzpolitik, wenn die EU-Kommissionsmethode der Konjunkturbereinigung, die bei der Haushaltsüberwachung eine wichtige Rolle spielt, überarbeitet würde. Ein wesentlicher Grund für die mangelnde Konjunkturgerechtigkeit des SWP besteht darin, dass die – grundsätzlich sinnvollerweise – zur Konjunkturbereinigung verwendeten Verfahren nur sehr unvollkommen funktionieren. Eine ganz wesentliche Größe zur Beurteilung der nationalen Fiskalpolitik ist dabei der strukturelle Budgetsaldo. Seine Entwicklung wird im Rahmen des präventiven Zweigs des SWP herangezogen, um zu beurteilen, ob die Mitgliedstaaten bereits ihr mittelfristiges Haushaltsziel (MTO) erreicht haben oder ob sie hinreichend große Konsolidierungsschritte auf dem Weg dorthin vornehmen. Auch im Rahmen des Verfahrens wegen eines übermäßigen Defizits (Überschreitung des 3-Prozent-Grenzwertes) wird mittels der Veränderung des strukturellen Budgetsaldos beurteilt, ob die Konsolidierungsfortschritte hinreichend sind.

Mittlerweile ist jedoch weithin akzeptiert, dass die Veränderung des strukturellen Saldos ein problematischer Indikator für die Ausrichtung der Fiskalpolitik ist, weil er das Ausmaß der fiskalischen Restriktion in Krisenphasen erheblich unterschätzt und spiegelbildlich die Konsolidierungserfolge im Aufschwung überschätzt. Der strukturelle Saldo wird berechnet, indem der tatsächliche Budgetsaldo konjunkturell bereinigt und um Einmaleffekte (Privatisierungserlöse etc.) korrigiert wird. Die üblichen Konjunkturbereinigungsmethoden unterschätzen dabei das Ausmaß von Konjunkturschwankungen und führen zu einer prozyklischen Politik, wenn sie zum Maßstab der Fiskalpolitik gemacht werden. Gerade die Methode der EU-Kommission hat sich als besonders anfällig erwiesen, weil das von ihr errechnete Produktionspotenzial stark von der aktuellen Konjunkturlage beeinflusst wird.³⁷ So wird in Phasen konjunktureller Abschwünge beispielsweise das Produktionspotenzial schnell und stark nach unten revidiert, obwohl dies nicht den realen Gegebenheiten entspricht.³⁸

Die Abwärtsrevision des Produktionspotenzials hat gravierende Folgen für die errechneten strukturellen Defizite und die damit ermittelten Konsolidierungsanstrengungen. Letztere werden üblicherweise viel geringer eingeschätzt, als sie tatsächlich waren, weil ein größerer Teil des Defizits als strukturell verbucht wird, obwohl er möglicherweise lediglich durch den Konjunkturunbruch hervorgerufen wurde.³⁹ Am einfachsten wäre die grundsätzliche Verwendung mittelfristiger Durchschnittswerte für das Potenzialwachstum oder besser noch eine lediglich mittelfristige Revision der Potenzialschätzungen, z. B. alle fünf Jahre und nicht wie heute dreimal pro Jahr. Es lässt sich zeigen, dass eine solche weniger konjunkturanfällige Potenzialberechnung, die die Potenzialanpassung ab dem Frühjahr

2010 ausgesetzt hätte, allen Mitgliedstaaten im Rahmen der präventiven Komponente des SWP erhebliche Spielräume eröffnet hätte. Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich und Finnland hätten ihr mittelfristiges Haushaltsziel 2015 bereits erreicht und hätten entsprechende Spielräume für expansive Maßnahmen gehabt. Schließlich hätten die stark negativen Produktionslücken auch einen dringenden fiskalpolitischen Handlungsbedarf für die Länder im Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits angezeigt. Für die Eurozone insgesamt hätte die Produktionslücke $-6,7\%$ anstatt $-1,7\%$ des BIP betragen. Dadurch hätte die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelungen des SWP leicht gerechtfertigt werden können, und die Fiskalpolitik hätte – auch vor 2015 schon – viel weniger restriktiv ausfallen müssen.⁴⁰

Der stabilisierende expansive Effekt der skizzierten Maßnahmen wäre makroökonomisch sehr erheblich. Multiplikatorgestützte Simulationsrechnungen legen nahe, dass eine Aufstockung der öffentlichen Nettoinvestitionen in der EWU-12 auf $1,5\%$ des BIP von 2016 bis 2020 in Kombination mit der dabei zu erwartenden Aufwärtsrevision des potenziellen BIP zu einem positiven fiskalischen Impuls von $2,6\%$ des BIP und einer Steigerung des realen BIP um $3,5\%$ hätte führen können.⁴¹ Unter Berücksichtigung der positiven Rückkopplungen zwischen den Mitgliedstaaten ergibt sich bis 2020 sogar ein positiver fiskalischer Impuls von 3% des BIP und eine Steigerung des realen BIP um über 5% .⁴² Diese Ergebnisse verdeutlichen das sehr hohe makroökonomische Potenzial einer pragmatischen Strategie der Erhöhung von öffentlichen Investitionen und der Revision der Konjunkturbereinigung, das geeignet erscheint, den Euroraum im Krisenfall tatsächlich zu stabilisieren.

5. Fazit

In diesem Aufsatz haben wir zunächst aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht allgemeine Anforderungen für eine Stabilisierung der Währungsunion herausgearbeitet. Dabei haben wir verdeutlicht, dass diese vom Ergebnis her gedachten Anforderungen im Prinzip sowohl durch weitreichende institutionelle Reformen als auch durch eher technische Anpassungen bei der Operationalisierung der Fiskalregeln erfüllt werden können. Zudem präjudizieren die geforderten Veränderungen keine Festlegung auf eine bestimmte Anordnung von nationalen und supranationalen Kompetenzen und Institutionen.

Anschließend haben wir aus einer politikwissenschaftlichen Perspektive gezeigt, dass die Interessenunterschiede zwischen den Euroländern ehrgeizige Reformprojekte blockieren. Ausgehend von diesem Befund haben wir nach funktionalen Äquivalenten zu einer vollkonstitutionalisierten Fis-