

Reformoptionen für die Fiskalregeln in der Europäischen Union

Jan Prieue

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis
Tabellenverzeichnis

- A. Die fiskalpolitischen Herausforderungen nach Corona
- B. Die Unzulänglichkeit der geltenden Regeln
- C. Die wichtigsten Reformvorschläge
- D. Ein anderer Weg
- E. Umsetzung

Literatur

Abbildungen

- Abb. 1: Bruttoschulden des Staates in % des BIP in der Eurozone
- Abb. 2: Bruttoschuldenquote und Zinslastquote in der Eurozone
- Abb. 3: Impliziter Zins (r) und nominales Wachstum des BIP (g) in der Eurozone
- Abb. 4: Renditen 10jähriger Staatsanleihen in Deutschland und den USA seit 1960

Tabelle 1: Alte und neue Fiskalregeln für unterschiedliche Zinsniveaus

A. Die fiskalpolitischen Herausforderungen

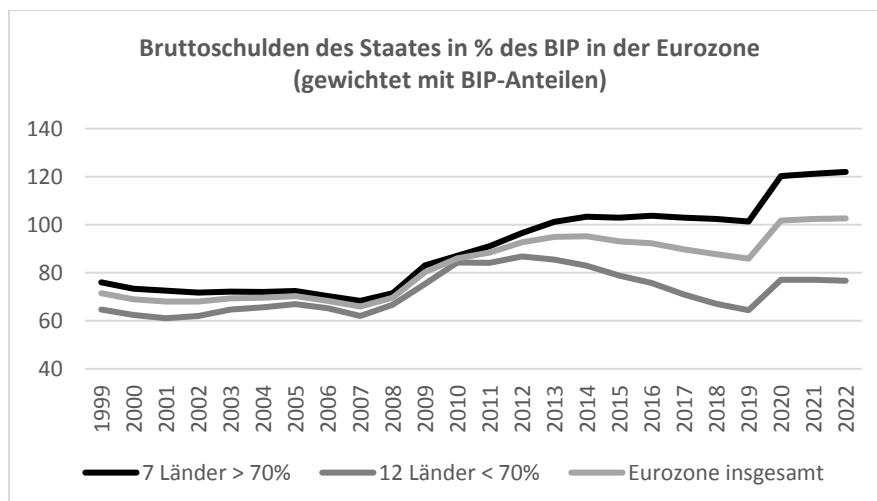
Anfang März 2021 entschied die EU-Kommission, die Notfallklausel im Fiskalpakt, die die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) suspendiert, auch für das Jahr 2022 außer Kraft zu setzen. Es wird erwartet, dass im Jahr 2022 das Niveau des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) vom letzten Quartal 2019 in den meisten EU-Mitgliedsstaaten (MS) wieder erreicht wird. Einen eigenen Vorschlag zur Reform der EU-Fiskalregeln, von vielen Seiten erwartet, will die Kommission vorerst verschieben.

Infolge der Corona-Krisen steigen die Schuldenstände in den MS bis 2022 gegenüber 2019 um durchschnittlich etwa 16 Prozentpunkte (PP), mit einer Bandbreite zwischen 11 PP (Deutschland) und 28 PP in Spanien (AMECO, 17.02.2021). Sie steigen demnach trotz Aufschwungserwartungen in den Jahren 2021 und 2022. Nur 6 Länder haben Schulden (2020) unter oder an der 60% Marge, die baltischen Länder, Malta, Luxembourg und die Niederlande. Drei der vier großen Länder der Eurozone (Frankreich, Italien und Spanien) erreichen mit 119%, 159% und 124% sehr hohe Niveaus, Deutschland dagegen entfernt sich mit 71% nicht

allzu weit von der Maastricht-Obergrenze von 60%. Die Divergenz der Schuldenstände nimmt zu (vgl. Abb. 1). Die in der Abbildung gezeigten 7 Länder mit hohen Schulden repräsentieren mehr als die Hälfte des BIP der Eurozone. Der Corona-Schock bei den Staatsschulden ist allerdings im Durchschnitt der Eurozone deutlich geringer als während der Finanz- und Eurokrise, als der Schuldenstand um 29 PP anstieg (2007-2014).

In vielen MS der Eurozone erscheint eine Schuldenquote von 60% nicht einmal in weiter Ferne sichtbar zu sein – Corona hat das einheitliche vertragliche Ziel endgültig gekippt. Wer das nicht akzeptiert, wird angesichts eines Wachstumstrends von 1-1,5% (real) auf anhaltend hohe Primärüberschüsse setzen müssen, also auf lange fiskalische Austerität. Diese ist mit hoher Wahrscheinlichkeit ökonomisch kontraproduktiv, verstärkt die politischen Spannungen innerhalb und zwischen den MS und würde Steuererhöhungen zur Finanzierung der ökologischen und digitalen Transformation erfordern bzw. diese Transformation zwecks Schuldenkonsolidierung verschieben oder verhindern. Man muss auch Zweifel hegen, ob die Gemeinschaftswährung ein zweites verlorenes Jahrzehnt¹ für viele und besonders die drei großen Länder neben Deutschland übersteht, zumal die Geldpolitik die Grenzen ihrer Wirksamkeit erreicht hat. Kurzum, man kommt an der Suche nach grundlegenden Änderungen der europäischen Fiskalregeln nicht vorbei. Dabei darf es keine Tabus geben.

Abb. 1



Quelle: AMECO 2021 (20. Februar), eigene Berechnungen. Schätzung der EU-Kommission für 2020-2022. Der Zuordnung zu den Ländergruppen liegen die Schuldenstände von 2019 zugrunde.

¹ Die Eurozone wuchs von 2008 bis 2019 um 0,8% p.a., ohne Deutschland (1,2%), Irland (5,0%) und ein paar kleinere Länder deutlich weniger. Frankreichs BIP stieg um 1,0% jährlich, Spaniens um 0,6% und Italien schrumpfte um 0,3% jährlich. Diese Entwicklung hinterließ tiefe Narben am Arbeitsmarkt, insbesondere bei regionalen Ungleichgewichten innerhalb der MS.

Im Folgenden soll zunächst das derzeitige Regelwerk der Fiskalpolitik mit seinen Schwächen dargestellt werden, um dann die wichtigsten Reformvorschläge zu diskutieren. Die meisten sind vor der Corona-Krise entstanden und drängen auf entschlossene Schuldenkonsolidierung in Verbindung mit einer neuen Ausgabenregel. Andere fordern eine Investitionsklausel („Goldene Regel“). Die meisten Vorschläge bleiben innerhalb der Grundkonzeption des Maastricht-Vertrages und des Fiskalpakts. Aus dieser Kritik folgt ein neuer Vorschlag, der an der grundlegend veränderten Konstellation von Zinssatz und Wachstumsrate ansetzt, fiskalische Nachhaltigkeit anders definiert und zugleich das kardinale Grundproblem der Eurozone adressiert: eine Gemeinschaftswährung ohne zentrale Fiskalkapazität.²

B. Die Unzulänglichkeit der geltenden Regeln

Der Kern der geltenden Regeln in der EU ist im Vertrag über die Arbeitsweise der EU (AEU-Vertrag), im Fiskalpakt (im Folgenden FP = Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion) sowie im Sekundärrecht enthalten sind, also im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) (siehe EU-Kommission 2019a). Dazu gehören neben der Defizitgrenze von 3% und der Grenze für den Schuldenstand von 60% (Protokoll 12 zum AEUV) vor allem die Grenze für strukturelle Haushaltsdefizite von 0,5% bzw. von 1,0%, wenn der Schuldenstand „signifikant“ unter 60% liegt (FP). Liegt er darüber, muss der strukturelle Haushaltssaldo über -0,5% liegen. Die Staatsausgaben, bereinigt um Zinsen und verschiedene konjunkturabhängige Faktoren, dürfen nicht schneller als das Produktionspotenzial wachsen, sofern sie nicht durch zusätzliche Einnahmen finanziert werden. Bei hohen Schulden müssen die bereinigten Staatsausgaben langsamer steigen („*expenditure benchmark*“). Im Prinzip gilt die 1/20-Regel des Fiskalpakts: 5% der Differenz des Schuldenstands zu 60% sollen jährlich abgebaut werden. Das „Medium-Term Budgetary Objective“ (MTO), also der Saldo des strukturellen gesamtstaatlichen Haushalts, ist die wichtigste operative Politikvariable der EU-Fiskalpolitik geworden.³

Für die Berechnung des konjunkturellen Haushaltssaldos wird ein Verfahren seitens der Kommission vorgeschrieben, bei dem gleichzeitig das Produktionspotenzial und der strukturelle Haushaltssaldo geschätzt werden. Seit 2015 sind fünf temporäre Flexibilisierungsoptionen hinzugekommen. Eine Vielzahl von Detailvorschriften

² Analyse und Vorschläge in diesem Aufsatz schließen an Priewe (2021) an, gehen aber in manchen Punkten, insbesondere dem Reformvorschlag, darüber hinaus.

³ Das landesspezifische MTO setzt sich aus drei Komponenten zusammen: ein struktureller Budgetsaldo, der bei erwartetem Potentialwachstum den Schuldenstand von 60% stabil hält, erhöht um einen Faktor, der die erwarteten Kosten der Alterung der Gesellschaft reflektiert sowie einem Faktor, der mit der Differenz von Schuldenstand und 60%-Grenze zunimmt („fiscal effort“). Vgl. EU-Kommission 2020, S. 11.

einschließlich Verfahrensregeln im Rahmen des „Europäischen Semesters“, die an Feinsteuerung grenzen, ergänzen das System. Der „korrektive Arm“, der das *Procedere* bei Regelverletzung regeln soll, sei hier der Vollständigkeit halber erwähnt.

Obwohl das Regelbuch sehr komplex und so wenig wie ein Labyrinth durchschaubar geworden ist, lässt sich doch das Grundgerüst erkennen:

(i) Die Regeln haben einen Schuldenanker, also ein Limit für den Schuldenstand, den es in keinem anderen Währungsraum gibt. Er soll die Funktion des fehlenden Zentralstaats ersetzen, zusammen mit der gewünschten disziplinierenden Wirkung der Anleihenmärkte.

(ii) Es gibt drei feste, länderunabhängige Obergrenzen für Haushaltssalden sowie eine variable, länderspezifische vierte Regel für Haushaltssalden, das MTO in Verbindung mit der 1/20-Regel. (iii) Die Zahlen 60, 3, 0,5 und 1,0 sowie 1/20 sind ökonomisch nicht wirklich begründete Normen; sie sind indessen teils zufällig, teils rein politisch oder auch willkürlich gesetzt. Insbesondere die wichtigste Grenze, nämlich die 60%-Obergrenze für den Schuldenstand, entstand zufällig (in der Delors-Kommission war man sich im Jahr 1990 einig, dass der damalige Schuldenstand im Durchschnitt der EG-Staaten von etwa 60% nicht überschritten werden solle); ausgerechnet diese Obergrenze gewann nach der Finanzkrise mehr und mehr an Bedeutung im Vergleich zum Maastricht-Vertrag.

(iv) Die Doktrin des nahezu ausgeglichenen strukturellen Haushalts ist erkennbar, gekoppelt mit einem gewissen Maß an konjunktureller Flexibilität nach dem Leitbild des über den Zyklus hinweg ausgeglichenen Haushalts. Dabei sind konjunkturelle Defizite und Überschüsse nur über automatische Stabilisatoren vorgesehen, da diskretionäre Konjunkturpolitik unzulässig ist, abgesehen von schweren Krisen.

(v) Im weiteren Sinne kommt zu den Fiskalregeln die *Nicht-Beistandsklausel* hinzu, die stark verschuldeten Ländern keinen Anspruch auf Hilfen seitens der Nachbarstaaten zubilligt. Weil dies Fehlanreize schaffen kann, die andere Ländern anstecken können, wurde der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) geschaffen, der das Nicht-Beistandsgebot außerhalb des europäischen Rechts umgeht, indem Hilfskredite an notleidende MS unter Auflagen vergeben werden können. Zum Regelsystem gehört auch, dass es im Gegensatz zu allen anderen Währungsräumen keinen relevanten Zentralhaushalt mit Steuerhoheit und Verschuldungsoption bei parlamentarischer Kontrolle gibt.

Das Regelsystem funktioniert nicht gut (gemessen an den eigenen Ansprüchen, erst recht an weitergehenden Ansprüchen), jedoch sind die im Primärrecht festgelegten Kernregeln nahezu unveränderbar. Daher werden sie zwangsläufig ständig umgangen, uminterpretiert, ergänzt, verletzt, Länder ungleich behandelt oder Fiskalpolitik durch die Geldpolitik der EZB teilweise

ersetzt. Es ist eine Dauerbaustelle wie es viele Kathedralen im Mittelalter waren. Zwei Notfallregeln können das System temporär außer Kraft setzen. Nur so konnte es überleben.

Die Fiskalregeln zielen in erster Linie auf „solide“, „gesunde“ Staatsfinanzen und auf „Haushaltsdisziplin“. Hinter diesen Attributen steht in erster Linie „fiskalische Nachhaltigkeit“ (FN). Diese wird in den zentralen Hintergrund-Dokumenten der EU-Kommission als Vermeidung des Risikos der Staatsinsolvenz gesehen, das bei Schulden über 60% ansteige (EU-Kommission 2019, S. 32). FN liegt demnach vor, wenn der Gegenwartswert von Primärüberschüssen ausreicht, um die Schulden zurückzuzahlen, ohne dass Ponzi-Finanzierung eintritt (EU-Kommission 2019, S. 32). Letztere heißt, dass Zinsen durch Neuverschuldung finanziert werden. Einfacher gesagt: Der Schuldendienst – Zins und Tilgung – muss jederzeit aus Steuereinnahmen bezahlt werden können. Das Kriterium des Ausschlusses der Ponzi-Finanzierung impliziert, dass der nominale Zinssatz auf Staatsschulden (r) auf lange Sicht größer als das nominale Wirtschaftswachstum (g) ist. Dies ist ein Axiom mit weitreichenden Folgen. Es impliziert, dass dauerhafte –also strukturelle – Primärüberschüsse (p_{st}) nötig sind, selbst bei sehr niedrigen Schuldenständen. Niedrige Zinsen auf Staatsschulden, wenn $g > r$, haben also keinerlei Einfluss auf die Fiskalregeln und die entsprechend definierte Schulden tragfähigkeit.

Um FN zu operationalisieren, hat die EU-Kommission drei Nachhaltigkeitsindikatoren errechnet, einen kurzfristigen (S0), einen mittelfristigen (S1) und einen langfristigen (S2)(vgl. EU-Kommission 2019). Der mittelfristige Indikator S1 wird als relevanter Maßstab für die Fiskalregeln ausgewählt, einfach deshalb, weil er auf der vertraglichen Norm von 60% als Obergrenze der Staatsverschuldung beruht. Für S1 werden dann langfristige länderspezifische Szenarien entwickelt, die die Schuldendynamik simulieren. Resultat sind stets Primärüberschüsse, die um so höher ausfallen, je höher die Erblast an Schulden ist, die einzelne Länder mitbringen und je stärker sie von Schuldenschocks heimgesucht werden. Anhaltend hohe Primärüberschüsse sind in der Regel ein Indikator für restriktive Ausrichtung der Haushaltspolitik bzw. für Austerität. Von den Steuereinnahmen kann ein erklecklicher Teil nicht für eigentliche (=primäre) Staatsausgaben verwendet werden, da sie für Zinszahlungen gebraucht werden. Diese gehen an die Gläubiger des Staates und werden in geringerem Maße nachfragewirksam, als wenn sie direkt für primäre Staatsausgaben verwendet würden. Anders gesagt: die Fiskalregeln haben systematisch eine restriktive Schlagseite, einerseits weil hohe Zinsen relativ zu Wirtschaftswachstum unterstellt werden, andererseits weil ein relativ niedriges Schuldeniveau willkürlich als Norm festgelegt wurde. Diese Norm diskriminiert

Länder mit hoher historischer Schuldenlast und begünstigt jene mit niedriger. Das wirkt logischerweise polarisierend auf die Eurozone.

Zusammengefasst lassen sich die zahlreichen Schwächen der gegenwärtigen Fiskalregeln in neun Punkten zusammenfassen:

(1) Die Regeln beinhalten ein restriktives „bias“ der Fiskalpolitik, besonders in Ländern mit hohem Schuldenstand.

(2) Im Vergleich mit Währungsräumen mit einer zentralen Fiskalkapazität ist der Policy-Mix zwischen Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone einseitig auf die EZB ausgerichtet. Asymmetrische Schocks für einzelne MS können nicht hinreichend absorbiert werden, für symmetrische Schocks ist Fiskalpolitik nicht vorgesehen.

(3) Chronische Primärüberschüsse hemmen öffentliche Investitionen, Wachstum und Beschäftigung. Dies kann leicht in ein „Schuldenparadox“ (Oberhauser 1986) führen, weil sich trotz bzw. wegen Austerität die $r-g$ Differenz erhöht und damit der Schuldenstand.

(4) Die Messung von strukturellen Haushaltssalden ist schwierig und führt häufig zur Unterschätzung konjunktureller Komponenten und Überschätzung struktureller Komponenten von Haushaltssalden.

(5) Die Begrenzung struktureller Defizite diskriminiert Kreditfinanzierung öffentlicher Investitionen. Dabei gibt es gute Gründe für nicht-inflationäre teilweise Kreditfinanzierung von Investitionen (Steuerglättung, positive intertemporale Verteilungseffekte, produktive direkte und indirekte Wirkungen öffentlicher Investitionen).

(6) In Rezessionen wird häufig zu schwach antizyklisch gegengesteuert, in Aufschwungsphasen zu früh gebremst, weil auf Haushaltsüberschüsse zwecks Schuldenreduktion abgezielt wird. Länder mit niedrigem Schuldenstand agieren häufig nicht oder wenig expansiv in Rezessionen, während Länder mit hohem Schuldenstand Anreize haben, nicht gegenzusteuern. Dies schafft prozyklische Fiskaleffekte auf der Ebene der Eurozone insgesamt.

(7) Die Fiskalregeln sind nicht mit den Regeln zur Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte (MIP) verbunden. Da Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen durch „spillover-Effekte“ andere Länder in Defizite treiben, werden letztere zu kompensierender expansiver Haushaltspolitik angetrieben, wenn sie Beschäftigungsverluste in Zaum halten wollen.

(8) Der Geldpolitik sind durch restriktive Vorschriften die Hände gebunden, wenn in Krisensituationen Zinsspreads auf Staatsanleihen in einzelnen Ländern so stark steigen, dass Insolvenzrisiken drohen, die in Ländern mit eigener Währung und gleicher Verschuldung nicht

entstehen würden. Wegen der Ansteckungsfahren anderer MS besteht hier eine Achillesferse der Eurozone, die auch durch den ESM nicht hinreichend beseitigt werden kann.

(9) Die Komplexität der europäischen Fiskalregeln steht in keiner Relation zu ihrer Effizienz. Inzwischen gibt es zahlreiche Reformvorschläge. Darüber soll zunächst ein knapper kommentierter Überblick gegeben werden.

C. Die wichtigsten Reformvorschläge

Status quo plus Next Generation EU

Die einfachste Reform besteht darin, die Fiskalregeln für die MS mehr oder minder unverändert zu lassen, aber etwas stärkeres Gewicht auf die temporären Flexibilisierungsoptionen, also auf Ausnahmeregelungen, zu legen, die 2015 eingeführt wurden; die eigentliche Reform wäre dann das Projekt „Next Generation EU“ (NGEU), das den Mehrjährigen Finanzrahmen (MFF) 2021-2027 des EU-Budgets um € 750 Mrd. auf etwa € 1,9 Bill. erhöht (in konstanten Preisen von 2018). Letzteres dürfte expansiv in denjenigen Ländern wirken, die stark überdurchschnittlich davon profitieren, nämlich Griechenland, Portugal, Rumänien, Spanien und Italien, wenn die Mittel konzentriert in den ersten Jahren ausgegeben werden. Gleichwohl würden die alten Regeln, würden sie ab 2023 wieder aktiviert werden, einen kontraktiven Impuls dagegen setzen. Dieser Mix wäre weder für die besonders betroffenen Länder noch für die EU bzw. die Eurozone als Ganzer hilfreich.

Erllass der Corona-Schulden

Verschiedene Autoren fordern einen Erlass eines Teils der Schulden von MS mit sehr hohem Schuldenstand, insbesondere jener, die von der EZB bzw. den nationalen Notenbanken angekauft und gehalten werden (Paris/Wyplosz 2014, Vihriälä 2020). Sie könnten auch in Schulden mit unendlicher Laufzeit umgewandelt werden (auch *Consols* oder *Perpetuities* genannt). Da die Zinszahlungen der Schuldner ohnehin über den Notenbankgewinn an die Regierungen zurückfließen, entstünde kein unmittelbarer Vorteil für die MS, ebenso wenig, wenn die EZB bei Fälligkeit in gleicher Höhe neu emittierte Anleihen ankauft (vgl. De Grauwe 2021). Dies würde aber voraussetzen, dass die EZB die Anleihekäufe auf lange Sicht zumindest im Maße der Tilgung bislang angekaufter Anleihen fortsetzt. Würden diese Schulden erlassen, würde der statistische Schuldenstand zwar sinken, aber kein materieller Vorteil für die betroffenen Länder entstehen, eventuell jedoch ein Reputationsverlust, der das Rating dieser Anleihen verschlechtert und die Spreads erhöhen könnte. Die verschlechterte Bilanz der EZB

bei Schuldenerlass wäre ökonomisch unbedeutend (man könnte eine Ausgleichsforderung an die Anteilseigner der EZB in deren Bilanz verbuchen), aber rechtlich problematisch, würde die Rechtsprechung dies als monetäre Staatsfinanzierung interpretieren.

Andere Methoden der Konjunkturbereinigung sowie Ausgabenregeln

Ein erheblicher Teil der Reformdiskussion konzentriert sich auf die Fehler bei der Berechnung struktureller Haushaltssalden, insbesondere der Outputlücke. Da diese nicht gemessen werden kann, wird sie mit einem Bündel von Annahmen und unterschiedlichen Filtern geschätzt (vgl. die Problemdarstellung bei Heimberger et al. 2020). Vorherrschend ist die auf Produktionsfunktionen basierende Methode, die auf der neoklassischen Wachstumstheorie sowie der Schätzung der NAWRU („non accelerating wage rate of unemployment“) beruht. Da sich ohne solide Schätzmethode strukturelle Haushaltssalden und zyklische Salden nicht auseinanderhalten lassen, wird vorgeschlagen, anstelle von Outputlücken nur auf das Wachstum des Produktionspotenzials zu schauen. Demnach dürfen die um bestimmte Größen bereinigten primären Staatsausgaben bei akzeptablem Schuldenstand nicht schneller als das Produktionspotenzial wachsen, sofern keine Steuererhöhungen beschlossen werden. Die Ausgaben sollen um Zinsausgaben und konjunkturell bedingte Mehr- oder Minderausgaben (z.B. für Arbeitslosenunterstützungen) so bereinigt werden, dass nur die politisch beeinflussbaren Ausgaben ins Visier genommen werden. Sinken oder steigen die Einnahmen konjunkturbedingt, dann sollen diese temporären Defizite und Überschüsse hingenommen werden (sie können sich im besten Fall kompensieren), aber strukturelle Defizite sollen durch Ausgabenkürzungen so getrimmt werden, dass sie den MTO-Vorgaben entsprechen. Dadurch könne das Schätzproblem abgeschwächt werden, weil das Wachstum des Produktionspotenzials leicht zu schätzen ist als das Produktionspotenzials selbst. Bei hohem Schuldenstand soll das bereinigte Ausgabenaggregat durch einen vorgegebenen Faktor so lange langsamer wachsen, bis der Schuldenzustand die Obergrenze unterschreitet (Schuldenabbauregel). Die Vorschläge unterscheiden sich in vielen Details, die die Berechnung des bereinigten Ausgabenaggregats betreffen, bei der Bestimmung der zugrunde gelegten Inflationsrate und hinsichtlich der Frage, ob zusätzlich auch strukturelle Salden wie bisher als operative Handlungsvariable benutzt werden sollen. Die Problematik der Ausgabenregel liegt in drei Punkten:

- Die meisten Vorschläge benutzen den Vorschlag, um vermeintlich zu stark steigende Staatsausgaben in Aufschwung und Hochkonjunktur zu bremsen. Die Priorität liegt auf Ausgabenkürzungen, nicht auf Einnahmesteigerungen. Zu starke Ausgabensteigerung (alias zu

schwache Haushaltsdisziplin) sei der Hauptgrund der scheinbar ständig steigenden Schuldenquote. Vielmehr müssten in „guten Zeiten“ Überschüsse zur Schuldentilgung aufgebaut werden oder Rücklagen („buffer“, „Konjunkturausgleichsrücklage“ im deutschen „Stabilitätsgesetz“ von 1967) für schlechte Zeiten geschaffen werden. Was gute Zeiten sind, hängt dagegen von der korrekten Schätzung der Outputlücke ab. Allerdings fordern die derzeitigen Regeln im SWP, dass bereits bei leicht negativen Lücken, also Unterauslastung, Ausgaben eingespart werden. Die traditionelle Vorstellung, dass positive Outputlücken inflationär sind, wurde faktisch aufgegeben – womit der Begriff der Outputlücke seinen ökonomischen Sinn als Knappheitsindikator verliert. So läuft man Gefahr, dass im Aufschwung zu früh gebremst wird, obwohl die Arbeitslosigkeit hoch ist und keine Gefahr für Inflation oberhalb der Zielinflation besteht.

- Halten sich die Ausgabenregeln an den historischen Trend des Potenzialwachstums, schauen sie nur rückwärts und verkennen, dass Wachstums- und Beschäftigungspotenziale ex ante nicht bekannt sind sich ändern können. Sie können sogar zur Verfestigung stagnativer Wachstumstrends wie in Italien beitragen.

- Das größte Manko ist die Schuldenabbauregel, also die Forderung nach Ausgabenwachstum unterhalb des Potenzialwachstum bei hohem Schuldenstand. Dies impliziert besonders scharfe Austerität, weil Jahr für Jahr höhere Primärsalden entstehen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit ins Schuldenparadox führen. Wenn das langsamer wachsende Ausgabenaggregat 40 bis 45% des BIP umfasst und zunehmend langsamer als das Potenzial-BIP wachsen soll, steigt die Unterauslastung und die Arbeitslosigkeit. Nur wenn exogene expansive Faktoren die Unterauslastung kompensieren, kann der Vorschlag funktionieren.

Die Ausgabenregel erfreut sich relativ breiter Zustimmung, insbesondere bei denjenigen, die mangelnde Ausgabendisziplin als Hauptursache hoher Schulden ansehen. Unter dem Ziel stärkerer Antizyklik der Ausgaben wird faktisch härtere Austerität in den Aufschwungsjahren bzw. in Normallagen gefordert. Richtig ist an den Vorschlägen, dass in *inflationären* Aufschwungsphasen – gemessen an der nationalen Zielinflation – die Ausgabenbremse durchaus sinnvoll sein kann. Ausgabenregeln könnten ohne Vertragsänderungen durchgesetzt werden, aber das restriktive *bias* in den Verträgen würde verstärkt, abgesehen von Situationen mit zu hoher Inflation. Einige Autoren wünschen sich die Kombination einer moderaten Ausgabenregel mit einer erhöhten Schuldengrenze, etwa von 90% und einer Ausnahmeklausel für Investitionen.

Goldene Regel für Investitionen

In der Finanzwissenschaft ist die Kreditfinanzierung öffentlicher Investitionen unabhängig von der Konjunktur, also per strukturellem Defizit, ein altes and weithin anerkanntes Prinzip. Es steht aber im Widerspruch zum SWP und FP, wenn – wie nach der Corona-Krise – fast alle MS der Eurozone bzw. der EU einen Schuldenstand oberhalb von 60% haben. Selbst mit Schulden deutlich unter 60% haben sie mit einem strukturellen Defizit von maximal 1% nur wenig Spielraum, auch wenn lediglich Nettoinvestitionen finanziert werden. Daraus folgt, dass für Ersatzinvestitionen oder auch für Bruttoinvestitionen Steuern erhöht oder Ausgaben gekürzt werden müssen.⁴ Erlaubt man einen Spielraum von nur 1,0% des BIP für alle Mitgliedsländer, indem Investitionen nicht auf das strukturelle Defizit angerechnet würden (obwohl dies der Definition struktureller Salden widerspricht), muss man den Fiskalpakt ändern oder gegen ihn verstoßen, zumal er nicht europäisches Recht ist. Da öffentliche Investitionen sich wegen ihrer erwarteten Wachstumswirkungen wenigstens teilweise selbst finanzieren, könnte man durch eine Ausnahmeregel eventuell den Spielraum wenigstens geringfügig erweitern. Sinnvoll wäre eine Erweiterung des Investitionsbegriffs zugunsten innovativer Ausgaben, wodurch der Konflikt mit den engen Grenzen der Verträge jedoch noch gesteigert würde. Auch würde der geforderte Mindestabstand zur 3%-Defizitgrenze kaum zu halten sein. Die Verlagerung öffentlicher Investitionen auf halbstaatliche Unternehmen und Einrichtungen ist schwierig, da der „Gesamtstaat“, auf den sich die Fiskalregeln beziehen, in der EU breit definiert ist, jedenfalls wesentlich breiter als in der Schuldenbremse des deutschen Grundgesetzes.

European Fiscal Board (EFB)

Das European Fiscal Board schlägt im Jahresgutachten 2020 (EFB 2020) drei zentrale Reformen der europäischen Fiskalpolitik vor: eine dauerhafte zentrale EU-Fiskalkapazität, eine vereinfachte nationale Fiskalregel in Form einer Ausgabenregel und eine Regelung zur Förderung von öffentlichen Investitionen. Der Vorschlag weicht deutlich von früheren Vorschlägen des EFB ab, nicht zuletzt unter dem Eindruck der Pandemie, und bleibt in vielen Punkten hinreichend vage, um unterschiedliche Konkretisierungen zu ermöglichen.

Die zentrale Fiskalkapazität soll den europäischen Haushalt mit eigenen Steuern substanziell und auf Dauer vergrößern, um vorrangig europäische öffentliche Güter bereitzustellen (Allokationsfunktion); bei schweren Wirtschaftskrisen sollen Anleihen zur Finanzierung von Ausgabenprogrammen mit Fokus auf öffentliche Investitionen emittiert werden, die teils nach einem festen Schlüssel, teils diskretionär auf die MS verteilt werden (Stabilisierungs- und

⁴ Erfolgen diese schubweise, was häufig der Fall ist, insbesondere wenn zuvor Ersatz- und Erhaltungsinvestitionen verschoben wurden, müsste das Prinzip der Steuerglättung verletzt werden.

Distributionsfunktion, letztere verstanden als Kohäsion). Der Zugang zu Fördermitteln aus dem zentralen Haushalt ist an die Einhaltung der nationalen Fiskalregeln gebunden. So werden der präventive und der korrektive Arm des SWP enger miteinander verbunden, indem Sanktionen bei definierten Kriterien des Verstoßes gegen die Ausgabenregel erfolgen.

Die Ausgabenregel des EFB bezieht sich auf den Schuldenanker von unverändert 60%, jedoch verbunden mit länderspezifischen Anpassungspfaden mit variabler Dauer. Damit wird die 1/20-Regel des FP zugunsten langsamerer Anpassungsgeschwindigkeiten, in Beispielsrechnungen mit bis zu 50 Jahren, differenziert. Dies käme einer differenzierten Anhebung des Schuldenankers über 60% nahe. Die Anpassungspfade sind nicht auf strukturelle, sondern auf primäre Haushaltssalden bezogen, die vom jeweiligen r-g-Differential abhängen. Sie können zunächst für einen Zeitraum von drei Jahren definiert werden, sind mit einem Kontrollkonto bei Abweichungen verbunden und können nach drei Jahren geändert oder mit Sanktionen bestraft werden. Die operationale Definition von Ausgaben bezieht sich wie bei den oben geschilderten Ausgabenregeln auf diejenigen primären Ausgaben, die tatsächlich politisch steuerbar sind. Damit werden Schätzungen von potenziellen Outputs und strukturellen Haushaltssalden umgangen. Im Ergebnis sind – bei erwarteter Erhöhung des internen Zinses auf 3% - und langer Anpassungsdauer hohe Primärüberschüsse von bis zu 3% angesichts der hohen Schuldenstände nach Corona erforderlich. Bei der Festsetzung des Ausgabenpfades sollen unabhängige Fiskalräte eine entscheidende Bedeutung bekommen, wobei die Letztscheidung der Europäische Rat treffen soll. Offen bleibt, welche Ausgabenregel für Länder mit Schulden unter 60% gelten soll. Möglicherweise ist hier gar keine Ausgabenregel notwendig, auch keine Schuldenbremse, weil die 3% Defizitgrenze ausreicht (so EFB 2018).⁵ Im Jahresbericht 2019 des EFB wurde noch gefordert, dass diese Ländergruppe in einem symmetrischen Ansatz der Ausgabenregel ein Ausgabenwachstum *oberhalb* des Potenzialwachstums haben sollten (EFB 2019).

Die Förderung öffentlicher Investitionen soll durch Ausnahmeregelungen und den EU-Zentralhaushalt erfolgen, wobei die Vorschläge in diesem Punkt vage bleiben. Eine dezidierte „Goldene Regel“ wird nicht vorgeschlagen. Insgesamt können die Vorschläge des EFB ohne Änderung des AEU-Vertrages erfolgen, also nur im Sekundärrecht, jedoch würden de facto die Regeln des FP verletzt.

Die Vorschläge des EFB sind innovativer und weitreichender als die meisten anderen. Allerdings wird die Frage nicht einmal adressiert, ob die hohen Primärüberschüsse für die MS

⁵ „Finally, the expenditure rule will not apply to member states with debt below 60% of GDP; in this case, the 3% deficit ceiling remains the only constraint.” (Beetsma et al. 2018; die Autorengruppe besteht aus Mitgliedern und Mitarbeitern des EFB)

mit hohen Schulden über einen sehr langen Zeitraum beeinträchtigen können. Auch ist nicht einsichtig, warum die 60%-Grenze in Protokoll 12 des Vertrags nicht zur Disposition gestellt wird, zumal der EFB sie noch ein Jahr zuvor für wenig begründet hielt (EFB 2019, S. 92). Auch wird dem seit Jahrzehnten anhaltendem Trend zu niedrigen Zinsen keine Aufmerksamkeit geschenkt.

D. Ein anderer Weg

Die Grundregel des Vorschlags lautet: Die Fiskalpolitik der MS unterstützt den Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte, insbesondere hinsichtlich der Beschäftigung und des Strukturwandels, der Zielinflation und des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts, und begrenzt die Nettozinslast der MS auf 3% des BIP. Temporäre konjunkturelle Abweichungen sind möglich. Bei höheren Zinslasten tritt eine Ausnahmeklausel in Kraft, die eine landesspezifische Anpassung erfordert, für die eine Konzeption zwischen MS und Kommission zu erarbeiten ist. Der Fiskalpakt wird entsprechend angepasst. Alles weitere wird im europäischen Sekundärrecht geregelt.

Die nachfolgend dargestellte Konzeption hat fünf Bestandteile:

- die Zinslastquote als Anker der Fiskalpolitik anstelle der Schuldenquote
- der Primärsaldo als operative Variable anstelle des strukturellen Haushaltssaldos
- Reform der Bestimmung der konjunkturellen Komponente
- flankierende Geldpolitik und der Policy Mix von Geld- und Fiskalpolitik
- die Etablierung einer zentralen Fiskalkapazität in der EU bzw. der Eurozone.

Die Komponenten werden nun Schritt für Schritt dargestellt, wobei der Schwerpunkt auf den ersten beiden liegt.

1. Ein anderer Indikator der Nachhaltigkeit von Staatsschulden

Sowohl die geltenden Fiskalregeln in der EU wie auch alle Reformvorschläge, die bislang erwähnt wurden, haben einen Schuldenanker in Form einer Obergrenze für die Bruttoschuldenstand des Gesamtstaates. Fast alle Vorschläge halten sich an die 60% Grenze, eine scheinbar magische Zahl, die zufällig vor langer Zeit zustande kam, von der diverse andere Variablen abhängen (vgl. Priewe 2020). Als Prüfstein für fiskalische Nachhaltigkeit wurden Bruttoschulden als alleiniger Maßstab gewählt. Versteht man darunter die Fähigkeit des Staates, Schulden zu „tragen“, dann geht es um die dauerhafte Fähigkeit, den Schuldendienst zu finanzieren, also Zins und Tilgung zu zahlen. Ergo ist die Tragfähigkeit auch vom Zinssatz auf Staatsschulden abhängig, und natürlich auch vom Nenner, d.h. dem zukünftigen

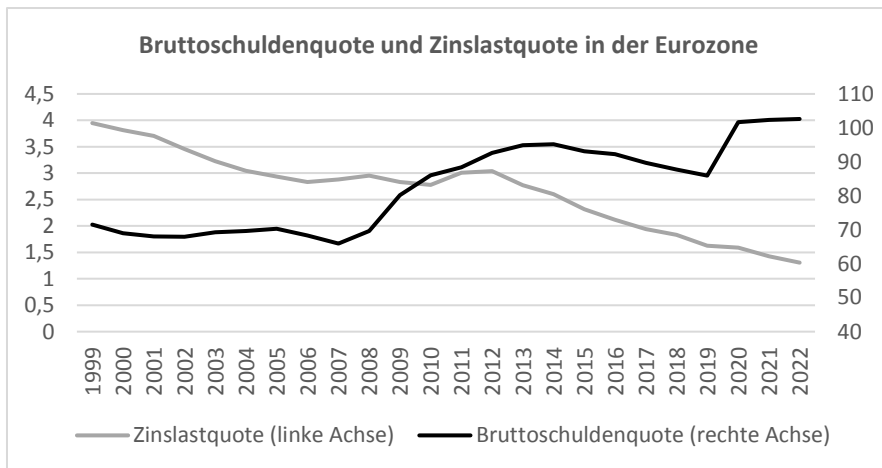
Wirtschaftswachstum. Ohne den Zinssatz und ohne die Relation von g und r kann man über Schuldentragfähigkeit nicht ernsthaft reden.

Daher ist die Zinslastquote, also der durchschnittliche („interne“) Zinssatz multipliziert mit der Schuldenquote, ein besserer Grobindikator (siehe auch Furman/Summers 2020). Liegen die Staatsausgaben in den MS der EU bei 40 bis 50% des BIP, entspricht eine Zinslastquote von 3% des BIP einer Zins-Ausgabenquote zwischen 7,5 und 6,0%, die man – gemessen an der Vergangenheit – als schwer, aber noch bezahlbar ansehen kann, wenn man Staatsanleihenkäufe durch die EZB mit längeren Laufzeiten einmal ausklammert.⁶ Die Zinslastquote wird in Jahren mit hohem Bedarf an öffentlichen Gütern, insbesondere Infrastruktur, höher ausfallen als in anderen Perioden. Höhere Quoten bedeuten nicht gleich höhere Zinsspreads oder gar Insolvenz, aber Umschichtungen in den Haushalten oder Steuererhöhungen ohne verzerrende Nebenwirkungen werden dann schwerer. Die Zinslastquote als Nachhaltigkeitsindikator nimmt sowohl den Zins also auch die Bruttoschulden und das Wirtschaftswachstum ins Visier. Wären die Zinssätze eine stabile Größe, ein auf lange Sicht normaler „natürlicher Zins“, also ein Gleichgewichtszins, zu dem temporär abweichende Zinssätze mittelfristig konvergieren, könnte man die Fokussierung auf die Schuldenquote vielleicht rechtfertigen. Da der sog. implizite Zins auf Staatsschulden ein Durchschnittszins von alten und jungen Jahrgängen von Staatsanleihen ist, ändert er sich nur langsam, selbst wenn sich bei Neuemissionen plötzlich Änderungen ergeben. Zumindest auf mittlere Sicht scheint r vorhersehbar zu sein, und die Geldpolitik tut alles, um eine stabile Erwartungskulisse aufzubauen und zu erhalten. Allein der Blick auf den Vergleich von Bruttoschulden und Zinslast in der Eurozone zeigt, wie irreführend der enge Blick auf die Schuldenquote sein kann (Abb. 2).⁷ Obwohl die Bruttoschulden in der Eurozone 2020 Rekordniveaus erreichten, war die Zinslast noch nie so niedrig, und zwar in allen MS.

Abb. 2

⁶ Genau genommen geht es um die *Nettozinlastquote*, bei der auch die Steuereinnahmen auf Erträge aus Staatsanleihen, aus Krediten des Staates sowie aus Erträgen der Notenbanken, die per Notenbankgewinn an MS der EU zurückfließen, einbezogen werden.

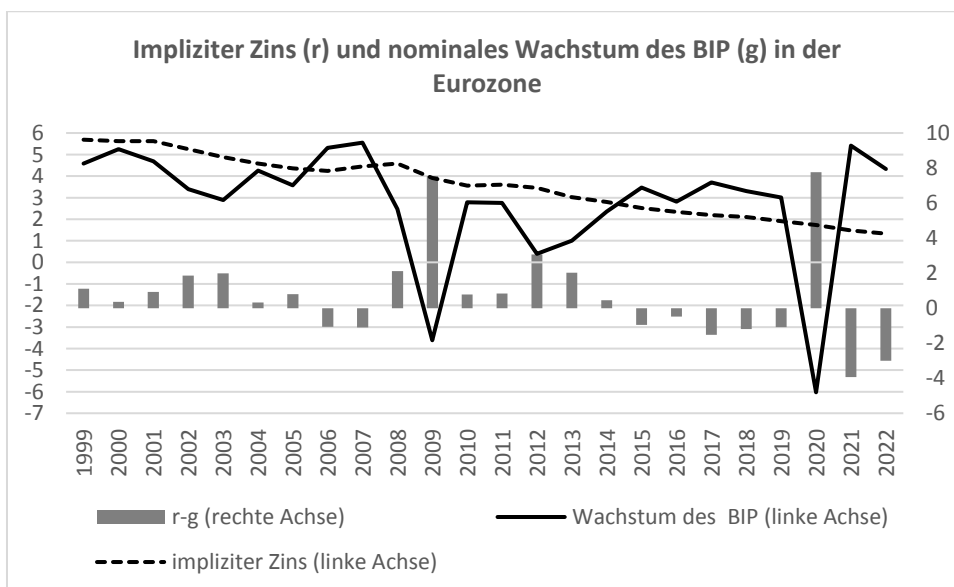
⁷ Noch krasser wäre die Divergenz der beide Kurven, wenn berücksichtigt würde, dass sich mit jeder Zinssenkung auch der Gegenwartswert zukünftiger Primärüberschüsse erhöht, ebenso wie der Gegenwartswert zukünftiger Wertschöpfung, die in den Nenner der Schuldenquote eingeht.



Quelle: AMECO (22.03.2021), Schätzungen der EU-Kommission für 2020-2022

Sicherlich könnte mit Steuererhöhungen oder Kürzungen bei primären Staatsausgaben die Zinslastquote über 3% hinaus gesteigert werden. Jedoch sind neben - mit hohen Staatsquoten steigenden – politischen Widerständen auch ökonomische Verzerrungen zu erwarten, insbesondere Verdrängung wichtiger Primärausgaben. Insofern kann eine Nettozinslast von 3% eine mögliche Alarmlinie sein, die auch länderspezifisch variiert werden könnte.⁸ Nimmt man mangels verlässlicher und vergleichbarer Daten die Bruttozinslast, dann zeigt sich für das Jahr 2020, dass nur Italien und Griechenland eine Zinslastquote von über 3% tragen mussten (3,6% bzw. 3,1%). Die durchschnittliche Zinslast der 19 Euroländer lag bei 1,6%.

Abb. 3

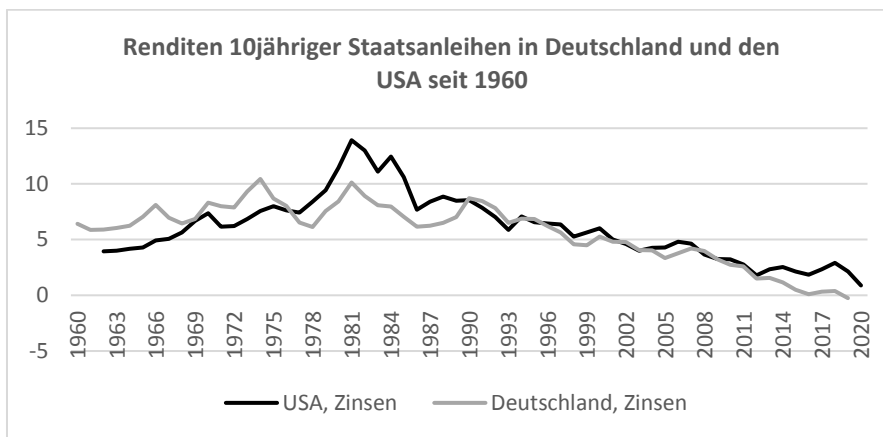


Quelle: AMECO (17.03.2021), Schätzungen der EU-Kommission für 2020-2022

⁸ Nach Angaben von AMECO verzeichnete Italien 1995 die historisch höchste Zinslast mit 11.1%, bei einem impliziten Zins von 10,3%. Deutschland hatte nach der Wiedervereinigung mit 3,5% 1995 die höchste Zinslast bei einem Zins von 6,4% (1996). In den USA lag die Zinslast zeitweilig leicht über 4% (frühe 1980er und frühe 1990er Jahre)..

Abb. 3 zeigt, dass der implizite Zins im Durchschnitt der Eurozone von 5,7% bei Einführung der Gemeinschaftswährung auf 1,7% im Jahr 2020 gesunken ist und voraussichtlich weiter sinken wird. Das nominale Wachstum des BIP blieb schwach, gedrückt durch drei schwere Krisen (Finanzkrise, Eurokrise, Corona-Krise), wodurch die $r-g$ Konstellation in den meisten Jahren ein positives Vorzeichen hatte, jedoch seit 2015 negativ wurde (in einigen Ländern, insbesondere Deutschland bereits 2012).

Abb. 4



Quelle: FRED (17.12.2020)

Natürlich sollte sich die europäische Fiskalpolitik nicht an den extrem niedrigen aktuellen Zinsen und Zinslasten orientieren. Entscheidend sind die Zinsänderungserwartungen auf mittlere Sicht, wenn man die Vorstellung „ewiger“, also starrer Grenzwerte verwirft. Entscheidend für das Urteil ist die Zins-Wachstums-Differenz und deren Vorzeichen (vgl. Abb. 3). Wenn die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass die Konstellation $g > r$ für einige Jahre anhält und g im Trend etwa 3% im Durchschnitt der MS bei ähnlichem Potenzialwachstum ausmacht, vorausgesetzt, die Zielinflation wird im Durchschnitt der Jahre erreicht, dann wären extreme und dauerhafte Veränderungen der $r-g$ Differenz nahezu auszuschließen. In allen OECD-Ländern zeigt sich seit langem ein stark rückläufiger Trend der langfristigen Zinsen (vgl. Abb. 4). Historisch gab es in zahlreichen Episoden unter dem Regime $g > r$ (vgl. Blanchard 2020 für die USA, allgemein Barro 2020, historisch Eichengreen et al. 2019, Mauro/Zhou 2020, Priewe 2021). Vorübergehende Zinssteigerungen infolge inflationärer Phasen sind für den Trend unbedeutend, zumal auch g inflationsbedingt stiege. Im Übrigen ist eine gewisse Zinssteigerung bei Erreichen der Zielinflation wünschenswert, besonders in Deutschland, wo die Negativzinsen weltweit am ausgeprägtesten sind. Hier ist nicht der Ort, die Determinanten der Zinsen auf Staatsanleihen zu diskutieren. Es reicht die Einschätzung, dass r mit akzeptabler

Unsicherheitsmarge mittelfristig vorhersehbar ist und längerfristig auch $r > g$ Konstellationen nicht ausgeschlossen werden sollten. Gleichwohl ist hier anzumerken, dass es auch in ruhigen Phasen Zinsspreads in den MS gibt, die Länderrisiken, verbunden mit systemischen Risiken der Konstruktion der Eurozone, widerspiegeln (Redenominierungsrisiko, fehlende politische Bereitschaft, alle Staatsanleihen zu „safe bonds“ zu machen, begrenzte Handlungsfähigkeit des ESM, Unsicherheit hinsichtlich der Bereitschaft der EZB, Zinsspreads einzuebnen, fehlende Instrumente zur Bekämpfung nationaler Inflation und Deflation etc.). Ein höheres Maß an Finanzstabilität in der Eurozone würde das durchschnittliche Zinsniveau auf Dauer senken.

2. Fokus auf Primärsalden, nicht auf strukturelle Haushaltssalden

Wie erwähnt, benutzen der Fiskalpakt und der SWP strukturelle Haushaltssalden für die Obergrenzen von -0,5 bzw. -1,0%, und für Länder mit Schulden über 60% MTOs von null oder höher bei Anwendung der 1/20-Regel. Dabei sind strukturelle Haushaltssalden, also konjunkturbereinigte Defizite und Überschüsse, lediglich für antizyklisches Haushaltsgebaren relevant, nicht über für die Veränderung des Schuldenstands. Hier kommt es jedoch auf den Primärsaldo an, der Domar-Gleichung folgend, die heute bei Ökonomen aller Theorieschulen anerkannt wird.⁹ Die Differenz zwischen dem strukturellen Saldo (h_{st}) und dem (strukturellen) primären Saldo (p_{st}) ist die Zinslastquote z_t im Jahr t , die das Produkt aus internem Zins r und Schuldenstandsquote b ist:

$$h_{st} = p_{st} - z = p_{st} - rb_{t-1}$$

Der Schuldenquote bleibt auf Dauer stabil, wenn die Differenz zwischen Zinslastquote, bereinigt um das Wachstumsrate g , und dem Primärsaldo null ist. Ist $r > g$, ist ein Primärüberschuss auf Dauer erforderlich; umgekehrt kann bei $g > r$ auf Dauer ein Primärdefizit getragen werden, gleich wie hoch die Schuldenquote ist. Anders gesagt, bei $g > r$ kann man aus hohen Schulden ohne jegliche Austerität herauswachsen, wenn der Primärsaldo größer als jener ist, der für Schuldenstabilisierung nötig ist, und höchstens null ist.

Der Fokus auf den Primärsaldo statt auf den strukturellen Haushaltssaldo ist aus folgenden Gründen wichtig: (i) ein geringes Budgetdefizit bzw. ein Überschuss senkt nicht notwendig den Schuldenstand oder hält den gegenwärtigen stabil; (ii) der strukturelle Saldo kann nur zu einem Teil politisch beeinflusst werden, weil die Zinslast – meist der größere Teil bei hohen

⁹ Die Gleichung lautet wie folgt; zur Ableitung siehe Domar (1944), Escolano (2010) und Priewe (2020):

$$b_t - b_{t-1} = \frac{r-g}{1+g} b_{t-1} - p_t \quad (b \text{ Schuldenquote, } p \text{ Primärsaldo, } r \text{ impliziter Zins, } g \text{ nominales Wachstum des BIP).)$$

Schuldenständen – durch r vorgegeben ist und nur durch die Geldpolitik auf längere Sicht beeinflussbar ist; (iii) der Primärsaldo drückt den eigentlichen fiskalischen Handlungsspielraum der politische Entscheidungsträger aus; (iv) der Primärsaldo berücksichtigt das Verhältnis von r und g , der strukturelle Saldo ignoriert es. Im Folgenden wird der Einfachheit halber davon ausgegangen, dass die konjunkturelle Komponente des Budgetsaldos h null ist, so dass sich auf längere Sicht konjunkturelle Defizite und Überschüsse saldieren. Ebenso wird p als konjunkturbereinigter längerfristiger Primärsaldo definiert. In den realen Konjunkturzyklen bleibt allerdings häufig der Überschuss hinter den Defiziten zurück (siehe unten).

Die Spezifika des Status-Quo-Regelwerks und die des Reformvorschlags werden in Tabelle 1 anhand von jeweils neun Szenarien dargestellt. Die Typen A, B und C beziehen sich auf den Schuldenstand zu Beginn der Betrachtung in Periode t , nämlich 60, 100 und 150%. Grob gesagt, könnte man diese Zahlen Deutschland (71%), Frankreich (116%) und Italien (160%) im Jahr 2020 zuordnen. Sodann werden die Typen nach drei „Regimen“ hinsichtlich des monetären Umfeldes (mit r 4, 3 und 2%) relativ zum Wachstum durchdekliniert. Für das Wirtschaftswachstum wird in allen Szenarien mit 3,0% nominal bei einer Zielinflation von 2% gerechnet. 2020 liegt der durchschnittliche implizite Zins in der Eurozone bei nur 1,8%. In allen Szenarien wird die konjunkturelle Komponente des Haushaltssaldos h über den Konjunkturzyklus hinweg gleich null gesetzt, so dass h dem strukturellen Saldo entspricht. Diese Annahme ist berechtigt, weil hier die langfristige Schuldendynamik von Interesse ist.

Da das derzeitige Regelwerk 60% als Obergrenze des Schuldenstandes vorschreibt, nicht jedoch als Zielwert, ergibt sich als Konvergenzwert in Periode t_{∞} ein Schuldenstand von 33%, wenn das zulässige Defizit von 1,0% (bei einem Schuldenstand „deutlich“ unter 60%) genutzt wird. Wenn „deutlich“ 50% hieße, würde in den ersten zehn Jahren 0,5% als Defizitgrenze gelten. Da die Annäherung an 33% asymptotisch erfolgt, wird die größte Wegstrecke in den ersten Jahrzehnten zurückgelegt, d.h. b_{10} liegt bei rund 49%. Diese Konvergenzwerte gelten für alle MS, auch wenn der Ausgangspunkt ein Schuldenstand von 150% ist.

Tabelle 1: Simulation der alten Fiskalregeln und der der Reformoption

Alternative Zinsniveaus	b_0 60% (A)	b_0 100% (B)	b_0 150% (C)
Fiskalpakt Status Quo: Operative Variable: struktureller Haushaltssaldo h fettgedruckt: extreme Werte für p und z ($> 3,0$)			
1.) $r = 4$; $r-g = 4-3 = 1$ $h = -0,5+(b_t-60)/20$ wenn $b > 60$ $p = h+z$ $z = rB_{t-1}/Y_t$	$h_0 = -0,5$ $h_{10} = -0,5$ (-1,0)** $b_{10} = 49,2$ $b_{\infty} = 16,7$ (33,0)** $p_1 = 1,9$ $p_{10} = 1,0$ $z_1 = 2,4$ $z_{10} = 1,5$	$h_0 = 1,5$ $h_{10} = 0,6$ $b_{10} = 81,4$ $p_1 = 5,5$ $p_{10} = 2,9$ $z_1 = 4,0$ $z_{10} = 2,6$	$h_0 = 4,0$ $h_{10} = 2,6$ $b_{10} = 121,7$ $p_1 = 10,0$ $p_{10} = 6,4$ $z_1 = 6,0$ $z_{10} = 3,8$
2.) $r = 3$; $r-g = 3-3 = 0$	$h_0 = -0,5$ $h_{10} = -0,5$ (-1,0)* $b_{10} = 49,2$ $b_{\infty} = 16,7$ (0,33)*	$h_0 = 1,5$ $h_{10} = 0,6$ $b_{10} = 81,4$	$h_0 = 4,0$ $h_{10} = 2,6$ $b_{10} = 121,7$

$h = -0,5 + (b_t - 60)/20$ wenn $b > 60$ $p = h + z \quad z = rB_{t-1}/Y_t$	$p_1 = 1,3 \quad p_{10} = 0,7$ $z_1 = 1,8 \quad z_{10} = 1,1$	$p_1 = 4,5 \quad p_{10} = 2,5$ $z_1 = 3,0, \quad z_{10} = 1,9$	$p_1 = 8,5 \quad p_{10} = 5,5$ $z_1 = 4,5 \quad z_{10} = 2,9$
3.) $r = 2; r-g = 2-3 = -1$ $h = -0,5 + (b_t - 60)/20$ wenn $b > 60$ $p = h + z \quad z = rB_{t-1}/Y_t$	$h_0 = -0,5 \quad h_{10} = -0,5 \quad (-1,0)^*$ $b_{10} = 49,2 \quad b_{\infty} = 16,7 \quad (0,33)^*$ $p_1 = 0,7 \quad p_{10} = 0,3$ $z_1 = 1,2 \quad z_{10} = 0,8$	$h_0 = 1,5 \quad h_{10} = 0,6$ $b_{10} = 81,4$ $p_1 = 3,5 \quad p_{10} = 1,8$ $z_1 = 2,0 \quad z_{10} = 1,2$	$h_0 = 4,0 \quad h_{10} = 2,6$ $b_{10} = 121,7$ $p_1 = 7,0 \quad p_{10} = 4,5$ $z_1 = 3,0 \quad z_{10} = 1,8$
Neue Konzeption: Operative Variable: primärer Haushaltssaldo und Zinslast fettgedruckt: extreme Werte für p und z (> 3,0)			
4.) $r = 4; r-g = 4-3 = 1$ $p^* = (r-g)b_0$ $z^* = rB_{t-1}/Y_t$ $h^* = p^* - z^*$	$p^* = 0,6$ $b^* = 60,0$ $z^* = 2,4$ $h^* = -1,8$	$p^* = 1,0$ $b^* = 100,0$ $z^* = 4,0$ $h^* = -3,0$	$p^* = 1,5$ $b^* = 150,0$ $z^* = 6,0$ $h^* = -4,5$
5.) $r = 3; r-g = 3-3 = 0$ $p^* = (r-g)b_0$ $z^* = rB_{t-1}/Y_t$ $h^* = p^* - z^*$	$p^* = 0$ $b^* = 60,0$ $z^* = 1,8$ $h^* = -1,8$	$p^* = 0$ $b^* = 100,0$ $z^* = 3,0$ $h^* = -3,0$	$p^* = 0$ $b^* = 150,0$ $z^* = 4,5$ $h^* = -4,5$
6.) $r = 2; r-g = 2-3 = -1$ $p^* = (r-g)b_0$ $z^* = rB_{t-1}/Y_t$ $h^* = p^* - z^*$	$p^* = -0,6$ $b^* = 60,0$ $z^* = 1,2$ $h^* = -1,8$	$p^* = -1,0$ $b^* = 100,0$ $z^* = 2,0$ $h^* = -3,0$	$p^* = -1,5$ $b^* = 150,0$ $z^* = 3,0$ $h^* = -4,5$

*dauerhafte Werte entsprechend den Annahmen ** $h \geq -1,0$ bei signifikantem Unterschreiten der Schuldenobergrenze von 60% (Fiskalpakt).

Erläuterungen: alle Zahlen in % des nominalen BIP (Y). r impliziter Zinssatz auf Staatsschulden, g Wachstumsrate des nominalen BIP, z Zinslastquote, p Primärsaldo, h Haushaltsaldo unter der Annahme, dass der konjunkturelle Saldo langfristig 0 ist, b Bruttoschuldenquote, B nominale Schulden. In Periode 1 ist $z_1 = rb_1$, danach $z_1 = rb_{t-1}$. Grau schattierte Flächen sind kritische Szenarien.

Für jeden Schuldenstand werden die jeweiligen strukturellen und primären Haushaltssalden sowie die Zinslast dargestellt. In den grau schattierten Feldern ist z oder p über > 3%, also in kritischem Terrain. Bei Anwendung der Status-Quo-Regeln werden die Normwerte für strukturelle Budgetsalden als exogene Variable gesetzt, während der Primärsaldo, der Schuldenstand und die Zinslast abhängige Variable sind. Sie werden für das 10. Jahr der Simulation dargestellt.

Wegen der 1/20-Regel liegt der strukturelle Haushaltssaldo um 2,0 bzw. 4,5 PP über dem Grenzwert von -0,5%, der für den Schuldenstand von 60% gilt. Mithin werden den MS mit Schulden von 100 bzw. 150% sehr hohe Haushaltsüberschüsse und sehr hohe Primärüberschüsse in den ersten zehn Jahren abgefordert, die massive Schäden anrichten würden. Selbst in der Variante C3 mit r von nur 2% würde anfänglich ein Primärüberschuss von 7% nötig werden.¹⁰ Jeder Primärüberschuss, erst recht, wenn > 3%, erdrückt jedweden

¹⁰ Eichengreen/Panizza (2014) hatten in einem großen Sample von entwickelten und aufstrebenden Ländern herausgefunden, dass Länder mit lange anhaltenden Primärüberschüssen von 4% und mehr sehr selten waren. Die entscheidende Ursache dafür dürfte in kontraproduktiver Austerität liegen. Ausführlicher dazu Priewe (2021), S. 34-41. Der EFB (2020) interpretiert das Ergebnis von Eichengreen/Panizza so, als wären Primärüberschüsse bis 4% mehr oder minder unschädlich für Wachstum und Beschäftigung.

fiskalischen Handlungsspielraum. Mit hoher Wahrscheinlichkeit würde dann g absinken und „*self-defeating austerity*“ einsetzen – übersetzt: Kranksparen.¹¹ Selbst in den Varianten 2 und 3, wenn Konstanz der Schuldenquote einen Primärsaldo von 0 bzw. ein Primärdefizit gestattet, fordern die Regeln hohe Überschüsse. Das restriktive fiskalische *bias* trifft auch Länder mit niedrigen Schuldenquoten $< 60\%$. Die Obergrenze für strukturelle Defizite zwingt sie, bei 3% Wachstum einen Schuldenstand von 33% anzustreben, und selbst bei extrem günstigem monetärem Umfeld (Fall 3) Primärüberschüsse zu fahren.

In der Reformvariante werden die anfänglichen Schuldenstände stabilisiert (wie beim S2-Indikator der EU-Kommission für Nachhaltigkeit), wobei die erforderlichen Primärsalden als exogene Variable gemäß der Domar-Gleichung eingesetzt werden, also als operative Steuerungsgröße verwendet werden; daraus ergeben sich konstante Werte für den Schuldenstand, den strukturellen Haushaltssaldo und die Zinslast.

Ein stabiler Schuldenstand von 60% erfordert dann einen Primärsaldo von 0,6, 0 oder -0,6%, je nach Höhe des impliziten Zinssatzes. Auch bei hohem Schuldenstand ist der Primärsaldo 0 oder -1,5%, wenn der Zins bei 3% oder bei 2% steht. Es müssen also unterschiedliche Regeln je nach erwarteter r - g -Konstellation gelten. Mit anderen Worten, der notwendige Primärsaldo darf nicht im europäischen Primär- oder Sekundärrecht einheitlich und für immer vorgeschrieben werden, sondern nur landesspezifisch über einen mittelfristigen Zeitraum, um danach überprüft zu werden. Dabei sollte das Ziel keineswegs die dauerhafte Festschreibung sehr hoher Schuldenstände sein; vielmehr kommt es auf die Senkung hoher Zinslasten an (in den drei Problem-Szenarien B4, C4 und C5). Es reichen bereits moderate Erhöhungen der Primärsalden über die in der Tabelle angeführten Werte hinaus, etwa um einen Prozentpunkt (von 0 auf +1), um die Schuldenstände langsam in sinkende Richtung zu bewegen. Die Bremswirkung könnte kompensiert werden, wenn es gelingt, g qua öffentlicher Investitionen vorübergehend zu erhöhen und so die r - g -Differenz etwas zu senken. Gerade bei hohen Schuldenständen hat r - g ein wesentlich höheres Gewicht als bei niedrigen. Da es keinen Zielwert für Schuldenstände mehr gibt, spielt es auch keine Rolle, wie schnell die Konsolidierung erfolgt, solange eine Senkung hoher Zinslasten eintritt. Der Nachteil des neuen Vorschlags ist, dass die Zinslasten über die Anpassungsperiode hinweg oder auf Dauer höher sind als die Konvergenzwerte bei t_{∞} im jetzigen Regelsystem; aber sie bleiben unter der 3%-Marge, abgesehen von den erwähnten drei Problemfällen.

¹¹ Austerität bedeutet anhaltend restriktive Fiskalpolitik. Primärüberschüsse, also höhere Einnahmen als primäre Staatsausgaben, haben restriktive Wirkungen, wenn die Empfänger von Zinsen mit hoher Wahrscheinlichkeit weniger Güter oder Faktorleistungen kaufen als der Staat einspart. Hinzu kommen negative Angebotswirkungen, wenn weniger öffentliche Güter produziert werden. Vgl. ausführlicher zum „fiscal stance“ Priewe 2020, S. 32 ff.

Der entscheidende Vorteil des neuen Vorschlags ist, dass bei niedrigen Zinsen Primärdefizite möglich sind, die der Finanzierung öffentlicher Investitionen oder anderer innovativer Ausgaben dienen können, gleich wie hoch der Schuldenstand ist. Steuerglättung, intertemporale Umverteilung der Finanzierungslasten und investive Transformation alias Strukturwandel können viel besser realisiert werden. Auch müssen die per Kredit finanzierbaren Ausgabenkategorien nicht vorab definiert werden, da ein einheitlicher Haushalt bestehen bleibt. Die „Goldene Regel“ ist zwar unsichtbar, aber in den Vorschlag eingebaut.

Ein weiterer Vorteil des Vorschlags ist, dass Länder mit niedrigem Schuldenstand von der Pflicht befreit werden, einem Schuldenabbaupfad bis zu einem Tiefstand von 33% zu folgen. Sie haben mit einem strukturellen Saldo von stets -1,8% viel mehr fiskalischen Spielraum als in den geltenden Regeln. Nimmt man die Schuldenlastquote von 3% als Maßstab, wäre der fiskalische Spielraum für diese Ländergruppe wesentlich größer.

Im Vergleich der alten mit den reformierten Regeln zeigen sich deutliche Vorteile für die Reformoption, wie die geringere Zahl der grau schraffierten Flächen zeigt. Allerdings kann man die Bilanz der Status-Quo-Regeln verbessern, wenn man statt der 1/20-Regel längere Abbaupfade zulässt. Aus den Schulden herauswachsen ist aber in diesem Rahmen nicht möglich, wohl aber in einigen Szenarien der Reformkonzeption.

Ein Manko der Reformoption ist allerdings, dass die Regeln nicht mit der „*Macroeconomic Imbalance Procedure*“ verbunden sind, die den Haushaltssaldo mit dem Saldo der Leistungsbilanz verbinden sollte, dies jedoch unzureichend tut.¹² Hierzu müsste eine zusätzliche Regel eingeführt werden, die hier jedoch nicht erörtert werden kann (vgl. Priewe 2021).

3. Reform der Bestimmung der konjunkturellen Komponente

Da die Beobachtung des Potenzialoutputs und damit der Outputlücke nicht möglich ist und sie daher mit einer Vielzahl von Annahmen geschätzt werden muss (vgl. Heimberger et al. 2020), ist eine modifizierte Ausgabenregel möglicherweise vorteilhafter. Demnach würden primäre Ausgaben ohne zyklische Komponenten (insbesondere Arbeitslosenunterstützung) entsprechend dem erwarteten mittelfristigen Wachstum des Produktionspotenzials (bei Preisen entsprechend der Zielinflation) als Maßstab verwendet, unabhängig von zyklischen Veränderungen des Haushaltssaldos. Kritisch ist die Nutzung der Ausgabenregel in Aufschwungsphasen bei Inflation unterhalb des Zielwertes. In diesem Fall besteht die Gefahr,

¹² Der Leistungsbilanzsaldo entspricht per definitionem der Summe aus dem Haushaltssaldo und dem Finanzierungssaldo der Privatwirtschaft (private Haushalte und Unternehmen).

dass die Konjunktur frühzeitig abgebrochen oder geschwächt wird, weil preistreibende Lohnsteigerungen bei sinkender Arbeitslosigkeit ohne klare Indizien befürchtet werden.¹³ Hier sollte nicht mit einer schematischen Ausgabenregel gearbeitet werden, sondern mit diskretionären Entscheidungskalkül, ähnlich wie es die Geldpolitik macht. Nur auf das Wirken von automatischen Stabilisatoren zu schauen, verkennt die Möglichkeiten diskretionärer Fiskalpolitik nach dem Motto „*targeted, timely, temporary*“ (vgl. IMF 2008 sowie Oberhauser 1985 und 1996). Automatische Stabilisatoren kompensieren bestenfalls Nachfrageschwankungen beim Fiskus, nicht aber solche, die vom Unternehmenssektor ausgehen. Es ist nicht einzusehen, dass diskretionäre Fiskalpolitik nur bei schweren Rezessionen zum Zuge kommen soll, obwohl möglicherweise hohe Arbeitslosigkeit ohne Inflationsgefahr existiert. Dadurch lassen sich mehr nationale Handlungsspielräume schaffen, die eine wichtige Komplementärfunktion zur einheitlich wirkenden Geldpolitik haben, Wachstum und Beschäftigung unterstützen und so die *r-g*-Differenz senken oder in Rezessionen weniger steigen zulassen. Die Kombination von automatischen Stabilisatoren und diskretionärer Fiskalpolitik kann die Geldpolitik entlasten und den Policy-Mix zwischen Geld- und Fiskalpolitik verbessern.

Bei hohen Schuldenständen sind strukturelle Haushaltsdefizite, die den Schuldenstand stabilisieren, viel höher als bei niedrigen Schuldenständen (vgl. die Domar-Gleichung) und höher als nach den derzeitigen Regeln, die ja gen 33% tendieren. Benötigt man für konjunkturelle Spielräume etwa 3 PP, ließe sich der 3%-Referenzwert des EU-Vertrages (AEUV, Protokoll 12) nach den Reformregeln nicht immer einhalten. Konjunkturelle Abweichungen sollten im Sekundärrecht zugelassen werden.

4. Flankierende Geldpolitik

Das vorgeschlagene neue Regelwerk benötigt Flankenschutz der Geldpolitik, die sowohl die gestiegenen Schuldenstände als auch die zunehmende Polarisierung und Divergenz zwischen den MS berücksichtigen muss. Weil nicht bekannt ist, wie die Kapitalmärkte auf höhere Schuldenstände reagieren werden und weil sie ohnehin zu zyklischen, häufig späten und abrupten Reaktionen neigen („*sudden stop*“), ist Unterstützung der Geldpolitik bei der

¹³ Besonders problematisch ist die Schätzung von NAWRUs („non-accelerating-wage-rate of unemployment“). Demnach gibt es eine stabile Arbeitslosenrate, unterhalb derer sich die Nominallohnsteigerung beschleunigt und die Inflation anfeuert. Hätte die Fiskalpolitik wirklich die Unterstützung der Geldpolitik im Sinn, hätte sie seit der Finanzkrise angesichts zu niedriger Inflationsraten viel expansiver sein müssen. Ein anderer Mangel der Schätzungen ist die Annahme, dass sich auf lange Sicht eine volle Kapazitätsauslastung einstellt, also Über- und Unterauslastungen sich kompensieren. Die wichtigste Kritik dieser Gleichgewichtsannahme stammt von Janos Kornai, der ein chronisches Überangebot, also dauerhafte negative Outlücken, in Marktwirtschaften für systemtypisch hielt, im Gegensatz zu Planwirtschaften. Auch andere Gründe können diese These untermauern.

Anschlussfinanzierung infolge von Tilgung der Altschulden („*roll-over*“) nötig. Dadurch können Ausschläge der Zinsspreads vermindert werden. Indem die EZB den Marktteilnehmern signalisiert, dass sie aufkeimenden Zinsdivergenzen entgegenwirkt, weil diese die Finanzstabilität schwächen und die Transmission der geldpolitischen Impulse mindern, könnte sie eine klarere „*forward guidance*“ in dieser Hinsicht praktizieren. Hilfreich wäre auch eine Ankündigung, dass in Zukunft notfalls Anleihenkäufe getätigt werden können, die nicht zwingend dem Kapitalschlüssel entsprechen (so bereits die Ankündigung beim Programm PEPP zur geldpolitischen Begleitung der Pandemie). Hilfreich wäre auch, wenn sich die EZB bei der Einschätzung des Zugangs der MS zum Kapitalmarkt nicht auf das Rating der großen Agenturen verlassen würde, sondern auf ihre eigene Einschätzung. Eine heterogener gewordene Währungsunion mit mehr Gefahren von asymmetrischen Schocks braucht auch mehr länderspezifische Interventionen – auch der EZB.

5. Zentrale Fiskalkapazität

Das EFB hat in seinem Jahresgutachten 2020 eine dauerhafte zentrale Fiskalkapazität für die EU insgesamt vorgeschlagen, die dem Programm „Next Generation EU“ und hier insbesondere dem Wiederaufbaufonds folgen soll, der 2023 ausläuft. Im Gegensatz zu früheren Vorschlägen soll es im Rahmen des mehrjährigen Finanzrahmens der EU eine substanzielle Erhöhung des Haushaltsvolumens beinhalten, sowohl mit Stabilisierungsfunktion im Fall starker symmetrischer und auch asymmetrischer Schocks als auch mit Allokations- und Distributionsfunktion. Dieser Vorschlag geht in die richtige Richtung, lässt aber noch viele Fragen offen (vgl. auch Buti/Carnot 2018).

Die OECD-Länder haben im Durchschnitt einen Zentralstaat mit einem Volumen des Zentralhaushalts von 46% der öffentlichen Ausgaben insgesamt, wobei die Schweiz mit 15% am unteren Ende rangiert (OECD 2012). Mit gut 1% ist der EU-Haushalt zu klein, um relevante Stabilisierungs-, Allokations- und Distributionsfunktionen zu übernehmen, wenn man von konzentrierter Unterstützung einzelner kleiner Länder absieht. Der relativ große Zentralhaushalt in den OECD-Ländern ist die institutionelle Voraussetzung für antizyklische Fiskalpolitik, die in Kombination mit der Geldpolitik der Zentralbank die makroökonomische Steuerung übernimmt. Ohne ein Mindestmaß an zentraler Fiskalpolitik kann eine Währungsunion nicht funktionieren, es sei denn, es gibt eine perfekte Koordination in expansive und restriktive Richtung zwischen allen MS des Währungsraums. Wenn jedoch alle MS – jene mit großem und jene mit kleinem fiskalischem Handlungsspielraum – nur nach nationalen Gesichtspunkten Fiskalpolitik betreiben, entsteht zwangsläufig im Aggregat des

Währungsraums eine prozyklische oder im besten Fall neutrale Ausrichtung, die Wachstum und Beschäftigung der Eurozone insgesamt bremst und die Geldpolitik zwingt, fiskalische Aufgaben indirekt zu übernehmen.¹⁴ Daher reicht es nicht aus, eine zentrale Fiskalkapazität lediglich für schwere symmetrische Krisen vorzusehen. Vielmehr wird sie jedes Jahr gebraucht. Eine stimmige Konzeption liegt noch nicht vor. Die Verstärkung automatischer Stabilisatoren, etwa durch eine europäische Arbeitslosenrückversicherung, geht in die richtige Richtung, reicht aber für substanzielle Impulse nicht aus. Diskretionäre Steuerung als Ergänzung automatischer Stabilisatoren auf nationaler und auf EU-Ebene wäre angebracht.

Was die Allokationsfunktion angeht, sollte die Konzentration auf genuin europäische Güter mit strengem Subsidiaritätsprinzip gelten (siehe Ebert/Schmidt 2020). Eine breite Verlagerung nationaler Aufgaben auf die europäische Ebene ist nicht zielführend. Bei der Distributionsfunktion, die angesichts der Befürchtung einer „Transferunion“ ein großer Streitpunkt ist, geht es im Kern um mehr Konvergenz zwischen den Mitgliedsländern, also um mehr „strukturelle“ Kohäsion, unabhängig vom Konjunktugeschehen. Bislang wurden nur Länder über den relativ kleinen Kohäsionsfonds mit einem Durchschnittseinkommen von unter 90% des BIP unterstützt. Inzwischen liegt auch Spanien darunter, und Italien ist nicht weit von der Marge entfernt. Wenn Konvergenz ernst genommen wird, kann sie angesichts der Herausforderungen des nächsten Jahrzehnts und der Kollateralschäden durch die Pandemie kaum aus eigener Kraft in den schwächeren MS erreicht werden, aber vermutlich durchaus in den wohlhabenderen.

Schließlich ist ein erhöhter Grad an Föderalismus in der EU ohne größere demokratische Legitimation durch das zuständige Parlament kaum vertretbar, insbesondere wenn eigene EU-Steuern erhoben werden und eine genuine Verschuldungsoption für die EU geschaffen wird. Es mangelt noch an schlüssigen Konzepten für eine politische Union. Bislang hat hingegen die Abwehr solcher Überlegungen dominiert, besonders in Deutschland. Mit dem Experiment „Next Generation EU“ beginnt das Umdenken.

E. Umsetzung

Eigentlich sind für die dargestellte Reform Vertragsänderungen im AEUV nötig, insbesondere bei Artikel 126 Absatz 2 und beim Protokoll Nr. 12, ebenso beim Fiskalpakt, der ein völkerrechtlicher Vertrag außerhalb des europäischen Rechts ist. Änderungen des AEUV erfordern Einstimmigkeit der MS, können aber durch einstimmigen Beschluss des Rates in

¹⁴ Peter Kenen (1969) hat die existenzielle Notwendigkeit einer gemeinsamen Fiskalpolitik für eine Währungsunion frühzeitig erkannt.

einem vereinfachten Verfahren durchgesetzt werden. Allerdings ist dieser Vertrag sehr breit interpretierbar. Das Haushaltsdefizit und der Schuldenstand sind in Artikel 126 nicht zwingend die einzigen Indikatoren, auf die bei der Beurteilung der Haushaltslage zu achten ist. Temporäre Abweichungen sind möglich, auch anhaltende, wenn die Annäherung an den Referenzwert „hinreichend rückläufig“ und „rasch genug“ ist. Da das Protokoll die Referenzwerte festlegt, wäre eine bloße Verlagerung der Protokollinhalte ins europäische Sekundärrecht schon ausreichend für größeren Handlungsspielraum. Was den FP betrifft, so hat er die Fiskalkriterien des AEUV erheblich verschärft und wesentlich geändert, so dass er in Gegensatz zum AEUV geraten ist. Ohnehin ist darin in Artikel 16 festgelegt, dass er binnen fünf Jahren, also 2018, in europäisches Recht überführt werden soll, was nicht erfolgt ist – im Grunde ein Verfallsdatum. Die Aussetzung des SWP könnte zum Anlass genommen werden, zunächst das EU-Sekundärrecht, im Kern den SWP, in wichtigen Punkten zu ändern. Eine der notwendigen Änderungen wäre auch, dem Subsidiaritätsprinzip in der Fiskalpolitik mehr Gewicht zu geben. Schon im jetzigen Regelsystem gibt es keinen Grund, den MS mit Schulden unter 60% Vorschriften über strukturelle Haushaltssalden zu machen, solange sie die Defizitregel einhalten (so auch der EFB, Fußnote 5).

Eine minimalinvasive Änderung könnte das Tor für größere Reformen öffnen: die alten Fiskalregeln entsprechen nicht mehr dem monetären Umfeld, das noch 1999 vorherrschte und dessen Änderungen in Richtung niedriger Zinsen zumindest für einige Jahre anhalten wird; dadurch wird ein anderer Policy-Mix zwischen Geld- und Fiskalpolitik zwingend notwendig. 1999 lag der implizite Zins bei 5,4%, 2020 bei 1,8%; die Zinslast lag damals bei 3,9% im Durchschnitt der Eurozone, heute bei 1,6%. Der nominale langfristige Zins ist seither auf den Anleihe-Märkten der großen OECD-Länder um 5 bis 6 PP gesunken. Daher müssen neben den Schuldenquoten auch die Zinszahlungen auf Staatsanleihen beachtet werden, also die Zinslast, die beides zusammenfasst. Faktisch ist ohnehin bereits vor der Pandemie ein Stillstand bei Verfahren gegen „exzessive Defizite“ eingetreten. Der FP ist zu einer Bremse für öffentliche Investitionen geworden, wie auch der EFB wiederholt festgestellt hat. Er behindert damit auch die allseits gewünschte ökologische und digitale Transformation. Die Corona-Krise ist ein Katalysator für Änderungen. Wenn die entscheidenden Akteure, insbesondere die Kommission und die großen MS, Änderungen wollen, werden sie auch möglich.

Literatur

AMECO (Macroeconomic Database of the EU Commission),
https://www.ec.europa.eu/economy_finance/ameco_old/user/serie/SelectSerie.cfm

- Barro, R.J. (2020): R MINUS G. NBER Working Paper 28002. <http://www.nber.org/papers/w28002>
- Beetsma, R., et al. (2018): Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board. VoxEU, online. 26. Oktober.
- Blanchard, O. (2020): Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, Vol. 109, Nr. 4, S. 1197-1229.
- Buti, M., Carnot N. (2018): The case for a central fiscal capacity in EMU. VOX/CEPR. 7 December.
- De Grauwe, P. (2021): Debt cancellation by the ECB: Does it make a difference? LSE Blog <https://blogs.lse.ac.uk/euoppblog/2021/02/15/debt-cancellation-by-the-ecb-does-it-make-a-difference/>
- Domar, E. (1944): The Burden of the Debt and the National Income. *The American Economic Review*, 34(4), pp. 798-827.
- Ebert, W., Schmidt, S. (2020): In Europäische Öffentliche Güter investieren – Eine Neue ökonomische Agenda für Europa im Zeichen der Corona-Krise. In: Junkernheinrich, M., et al (2020): *Jahrbuch für Öffentliche Finanzen I-2020*, Berlin, S. 337-368.
- EFB (2019): European Fiscal Board (2019): Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six- and two-pack legislation. 11 September. Brüssel.
- EFB (2020): Annual Report. Brüssel.
- Eichengreen, B. and Panizza, U. (2014), ‘A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?’, *NBER Working Paper* No 20316, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Eichengreen, B., et al. (2019): Public Debt Through the Ages. NBER Working Paper no. 25494. <http://www.nber.org/papers/w25494>
- Escolano, J. (2010): A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/A-Practical-Guide-to-Public-Debt-Dynamics-Fiscal-Sustainability-and-Cyclical-Adjustment-of-23498>
- EU-Kommission (2019): Fiscal Sustainability Monitor 2018, Vol. I. Institutional Paper 094, January. Brüssel.
- EU-Kommission (2019a): Vade Mecum on the Stability and Growth Pact, 2019 edition. Institutional Paper 101, April 2018. Brüssel.
- FRED (2020): Federal Reserve Bank of St. Louis Database. <https://fred.stlouisfed.org/>
- Furman, J., Summers, L. (2020): A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. Discussion Draft. 30 November. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/11/furman-summers-fiscal-reconsideration-discussion-draft.pdf>
- Heimberger, Ph., Huber, J., Kapeller, J. (2020): The power of economic models: the case of the EU’s fiscal regulation framework. *Socio-Economic Review*, 18(2)17 December, 337-366.
- International Monetary Fund (2008): Fiscal Policy as A Countercyclical Tool. *World Economic Outlook*, October. file:///C:/Users/priewe/AppData/Local/Temp/_c5pdf.pdf

- Kenen, P. (1969): The theory of optimum currency areas : an eclectic view. In: Mundell, R., Swoboda, A. (eds), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press (1969), S. 41-60.
- Mauro, P., Zhou, J. (2020): $r-g < 0$: Can We Sleep More Soundly? IMF Working Paper. WP/20/52.
- Oberhauser, A. (1985): Das Schuldenparadox. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*. Vol. 200, 333-348.
- Oberhauser, A. (1996): Geknebelte Beschäftigungspolitik – eine Folge der Maastricht-Kriterien. *Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung*. 29(2), 228-236.
- OECD (2012), Verteilung der Ausgaben auf die einzelnen Regierungsebenen. In: *OECD Factbook 2011-2012: Economic, Environmental and Social Statistics*, OECD Publishing, Paris.
- Pâris, P., Wyplosz, C., (2014): PADRE: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. Geneva Special Report on the World Economy 3, ICMB and CEPR.
- Priewe, J. (2020): Why 60 and 3%? European Debt and Deficit Rules - Critique and Alternatives. IMK Study 66. Düsseldorf.
- Priewe, J. (2021): Reforming the Fiscal Rulebook for the Euro Area – and the Challenge of Old and New Public Debt. IMK Study 72. Düsseldorf.
- Vihriälä, V. (2020): Make room for fiscal action through debt conversion. VOX/CEPR 15 April.