

Europäische Wirtschaftspolitik in der COVID-19-Krise

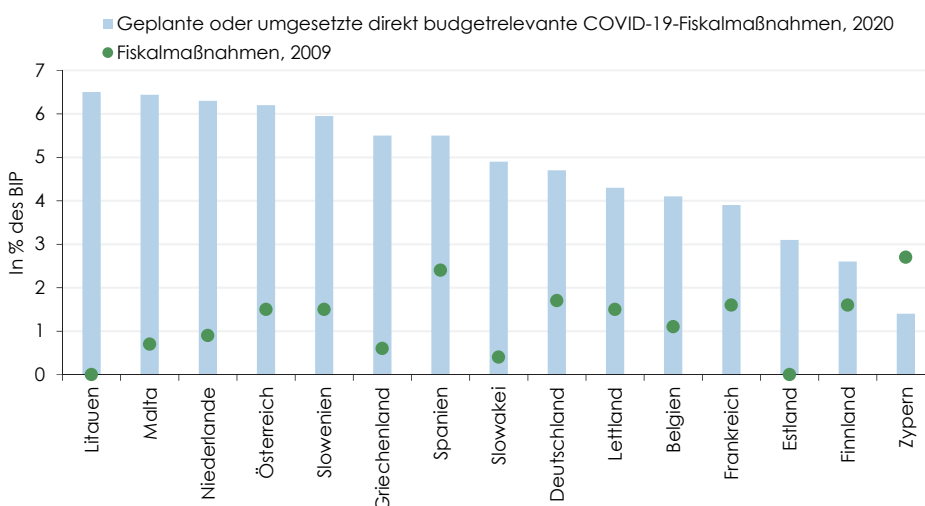
Zwischen Rettungspaketen und Maßnahmen zur Konjunkturbelebung

Atanas Pekanov

- Eine aktive Fiskal- und Geldpolitik verhinderte 2020 einen noch tieferen Einbruch der Wirtschaftsleistung.
- Den bisherigen Fiskalmaßnahmen kommt vorrangig eine Versicherungsfunktion zu, um die Krisenfolgen für Unternehmen und private Haushalte abzumildern, sie setzen jedoch wenig konjunkturelle Impulse. Künftige Maßnahmen sollten verstärkt der Konjunkturbelebung dienen.
- Eine nachhaltige Erholung wird erst dann eintreten können, wenn die COVID-19-Pandemie überwunden wurde. Bis dahin wird eine Kombination aus Konsumschwäche, behördlichen Schließungsmaßnahmen und Unsicherheit dazu führen, dass die tatsächliche Wirtschaftsleistung der EU-Mitgliedsländer weit hinter den Möglichkeiten zurückbleibt.
- Auf Basis aktueller Schätzungen der Outputlücke erscheinen die für 2021 geplanten Fiskalmaßnahmen im Euro-Raum noch unzureichend.
- Für einen nachhaltigen Aufschwung bedarf es auch weiterhin einer expansiven Fiskalpolitik.

Umfang direkt budgetrelevanter COVID-19-Fiskalmaßnahmen 2020 im Vergleich zu Fiskalmaßnahmen im Krisenjahr 2009

Ausgewählte Länder des Euro-Raumes



"Die Länder des Euro-Raumes führten 2020 große Fiskalpakete ein. Gemessen am BIP waren sie deutlich umfangreicher als die 2009 im Zuge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise ergriffenen Fiskalmaßnahmen."

Veränderung der fiskalischen Maßnahmen mit budgetären Auswirkungen im Zusammenhang mit COVID-19 im Jahr 2020 im Vergleich zu den Veränderungen der Fiskalmaßnahmen im Krisenjahr 2009 in ausgewählten Ländern des Euro-Raumes (Q: WIFO-Berechnungen anhand der Budgetentwürfe der EU-Mitgliedsländer 2021; Europäische Kommission, 2010).

Europäische Wirtschaftspolitik in der COVID-19-Krise

Zwischen Rettungspaketen und Maßnahmen zur Konjunkturbelebung

Atanas Pekanov

Europäische Wirtschaftspolitik in der COVID-19-Krise.

Zwischen Rettungspaketen und Maßnahmen zur Konjunkturbelebung

Im Jahr 2020 war in sämtlichen EU-Mitgliedsländern ein tiefer und abrupter Einbruch der Wirtschaftsleistung zu verzeichnen. Als Reaktion darauf wurden diverse Hilfspakete verabschiedet, die die betroffenen privaten Haushalte und Unternehmen während der Krisenmonate unterstützen sollten. Eine aktive Fiskal- und Geldpolitik verhinderte eine noch tiefere Rezession. Die bisher ergriffenen Fiskalmaßnahmen dienen vorrangig dazu, die Krisenfolgen für Unternehmen und privaten Haushalte abzumildern, setzen jedoch wenig zusätzliche Impulse zur Konjunkturbelebung. Mit einer stimulierenden Wirkung von Fiskalmaßnahmen ist erst dann zu rechnen, wenn die COVID-19-Pandemie überwunden wurde. Für einen nachhaltigen Aufschwung bedarf es daher weiterhin einer expansiven Fiskalpolitik.

JEL-Codes: E60, F01, G01, H12 • **Keywords:** Fiskalpolitik, Geldpolitik, COVID-19, Wirtschaftskrise

Begutachtung: Margit Schratzenstaller • **Wissenschaftliche Assistenz:** Nathalie Fischer (nathalie.fischer@wifo.ac.at), Ursula Glauninger (ursula.glauninger@wifo.ac.at) • Abgeschlossen am 3. 3. 2021

Kontakt: Atanas Pekanov, MSc (atanas.pekanov@wifo.ac.at)

European Economic Policy in the COVID-19 Crisis. Between Rescue Packages and Economic Stimulus Measures

All EU countries experienced a historically abrupt economic slump in 2020. In response, EU governments initiated aid packages to support affected households and economic sectors through the crisis months. The active role of fiscal policy and monetary policy prevented an even deeper economic slump in 2020 and kept the consequences of the crisis in check so far. At present, government spending primarily has an insurance function to cushion the shock to businesses and households, but it is providing less stimulus at the moment. Such a stimulating effect can only occur once COVID-19 is contained and the pandemic has subsided. In the near future, an expansionary fiscal policy will continue to be necessary for a sustainable upswing of the economy.

1. Einleitung

Im Jahr 2020 war in sämtlichen EU-Mitgliedsländern ein tiefer und abrupter Einbruch der Wirtschaftsleistung zu verzeichnen. Als Reaktion darauf wurden diverse Hilfspakete verabschiedet, welche die betroffenen privaten Haushalte und Unternehmen während der Krisenmonate unterstützen sollten. Sowohl die Dauer als auch die wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Krise sind derzeit noch schwer absehbar. Sie hängen vom Erfolg der Eindämmung der Pandemie sowie von Umfang und Dauer der gesundheitspolitischen Einschränkungen der Wirtschaftstätigkeit ab. Eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung wird erst dann einsetzen können, wenn es gelungen ist, die Pandemie zu überwinden. Bis dahin wird eine Kombination aus Konsumschwäche, behördlichen Schließungsmaßnahmen und Unsicherheit bei Bevölkerung und Unternehmen dazu führen, dass die tatsächliche Wirtschaftsleistung der EU-Mitgliedsländer weit hinter den Möglichkeiten zurückbleibt.

Staatliche Interventionen verfolgen derzeit vor allem das Ziel der sozialen Absicherung,

indem sie den krisenbedingten Umsatz- bzw. Einkommensentgang von Unternehmen und privaten Haushalten abmildern. Sie geben jedoch kaum zusätzliche indirekte wirtschaftliche Impulse, solange die Wirtschaftsaktivität einiger Sektoren durch die Lockdown-Maßnahmen eingeschränkt wird. Mit einer stimulierenden expansiven Wirkung von Interventionen ist erst dann zu rechnen, wenn das Infektionsgeschehen dauerhaft eingedämmt wurde und die COVID-19-Pandemie abgeklungen ist.

Eine aktive Fiskal- und Geldpolitik verhinderte im Jahr 2020 einen noch tieferen Wirtschaftseinbruch. Zu Beginn der Krise im März 2020 fielen die Reaktionen der EU-Länder sehr ähnlich aus. Sie kombinierten direkt budgetwirksame Maßnahmen wie eine Erhöhung der Staatsausgaben, Steuermaßnahmen und Beschäftigungsprogramme mit Maßnahmen, die indirekt auf die Staatshaushalte wirken. Dazu gehören staatliche Garantien zur Absicherung von Unternehmen und privaten Haushalten und zur Gewährleistung von Kreditvergaben an Unterneh-

Eine aktive Fiskal- und Geldpolitik verhinderte im Jahr 2020 einen noch tieferen Wirtschaftseinbruch.

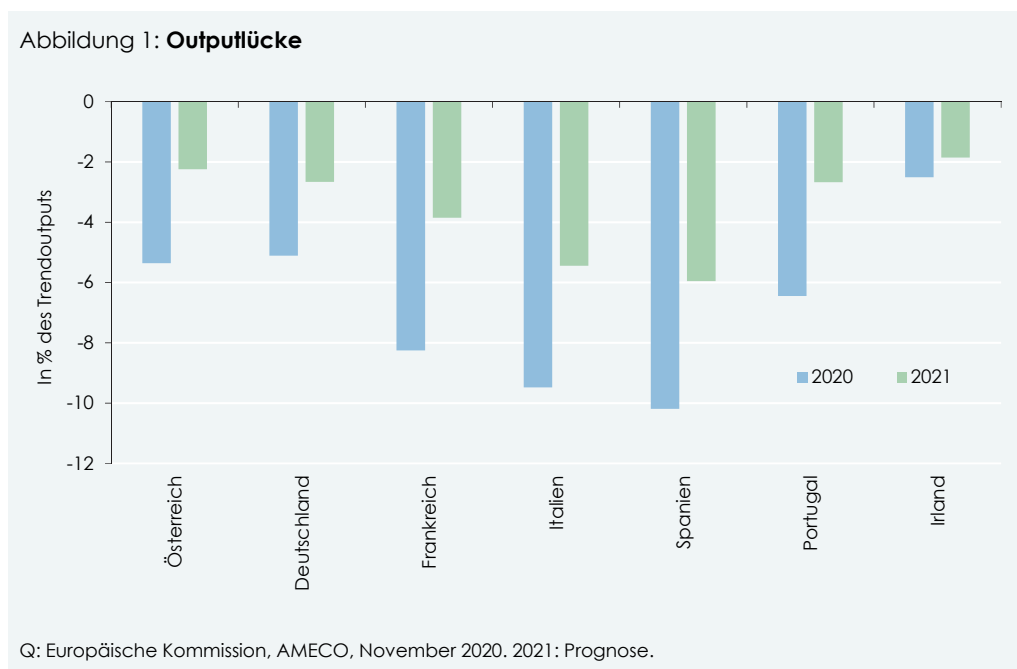
men. Vorrangiges Ziel dieser kurzfristigen und großzügigen Maßnahmen war es, Beschäftigungsverhältnisse und solide Unternehmen durch die Krise zu bringen, um so die langfristige Leistungsfähigkeit der Wirtschaft abzusichern (Gourinchas, 2020, Baldwin, 2020).

Um einen nachhaltigen konjunkturellen Aufschwung zu erreichen, wird es auch weiterhin einer expansiven Fiskalpolitik bedürfen. In den meisten Ländern des Euro-Raumes dürfte die reale Wirtschaftsleistung auch 2021 unter dem Produktionspotential liegen (Abbildung 1)¹⁾. Während die COVID-19-Maßnahmen in der ersten Phase der Krise breit gefächert waren und es auf eine ra-

sche Umsetzung ankam, sollten künftige Interventionen treffsicherer und effizienter gestaltet werden. Die Fiskalpolitik sollte 2021 gezielte und temporäre Impulse setzen und die ungleiche Verteilung der finanziellen Verluste zwischen Wirtschaftsbereichen und Haushaltsgruppen berücksichtigen. Die Mittel aus dem Europäischen Aufbaufonds sollten dazu genutzt werden, die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Pandemie abzumildern und einen ökologischen und digitalen Wandlungsprozess anzustoßen, der die Nachhaltigkeit und Widerstandsfähigkeit in den europäischen Volkswirtschaften erhöht.

Um einen nachhaltigen Aufschwung zu erreichen, wird der expansiven Fiskalpolitik weiterhin eine wichtige Rolle zukommen müssen.

Abbildung 1: Outputlücke



2. Wirtschaftspolitische Maßnahmen

2.1 Fiskalische Maßnahmen auf Ebene der EU-Mitgliedsländer

Angesichts der Besonderheiten der COVID-19-Krise eignen sich Instrumente der Fiskalpolitik am besten zur Unterstützung der Wirtschaft, da sie erlauben, die Hilfsleistungen nach Wirtschaftsbereichen und Haushaltsgruppen zu differenzieren, und sie somit gezielter eingesetzt werden können als allgemeine geldpolitische Maßnahmen. Fiskalpolitische Instrumente werden auch deshalb bevorzugt, da die Effizienz weiterer Zinssenkungen im derzeitigen Nullzinsumfeld nicht unumstritten ist²⁾. Die Geldpolitik der EZB ist dennoch von hoher Bedeutung für

die Fiskalpolitik, da sie günstige Finanzierungsbedingungen für die kostspieligen Hilfsprogramme und somit politischen Spielraum schafft.

2020 ergriffen sämtliche Länder des Euro-Raumes³⁾ umfangreiche Fiskalmaßnahmen (Rettungspakete und Konjunkturmaßnahmen). Im Durchschnitt ausgewählter Euro-Länder (Abbildung 4) machten diese Pakete 2020 gut 4% des BIP aus (EZB, 2021)⁴⁾. Der Anteil solcher Maßnahmen an der Wirtschaftsleistung war damit deutlich höher als während der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2009 (durchschnittlich 1,5%, EZB, 2021). Die

Gemessen am BIP waren die Fiskalmaßnahmen 2020 in den meisten EU-Ländern deutlich umfangreicher als in der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2009.

¹⁾ Das Konzept der Outputlücke wurde kritisiert, da in Rezessionen die Unterauslastung der Wirtschaft unterschätzt werden könnte. Die Outputlücke kann dennoch dazu dienen, um die Ausrichtung der notwendigen Fiskalmaßnahmen zu bestimmen.

²⁾ Obwohl u. a. Tenreyro (2021) und Rostagno et al. (2019) überzeugend für die Wirksamkeit von negativen Zinssätzen zur Konjunkturbelebung argumentieren,

hat bisher keine der großen Zentralbanken dieses Instrument intensiv eingesetzt.

³⁾ Im vorliegenden Beitrag werden vor allem jene Entwicklungen in den Ländern des Euro-Raumes analysiert, die durch die gemeinsame Geldpolitik beeinflusst werden.

⁴⁾ Durchschnitt jener Länder, die ihre Budgetentwürfe Mitte Oktober 2020 bei der EU-Kommission eingereicht hatten (siehe Abbildung 4).

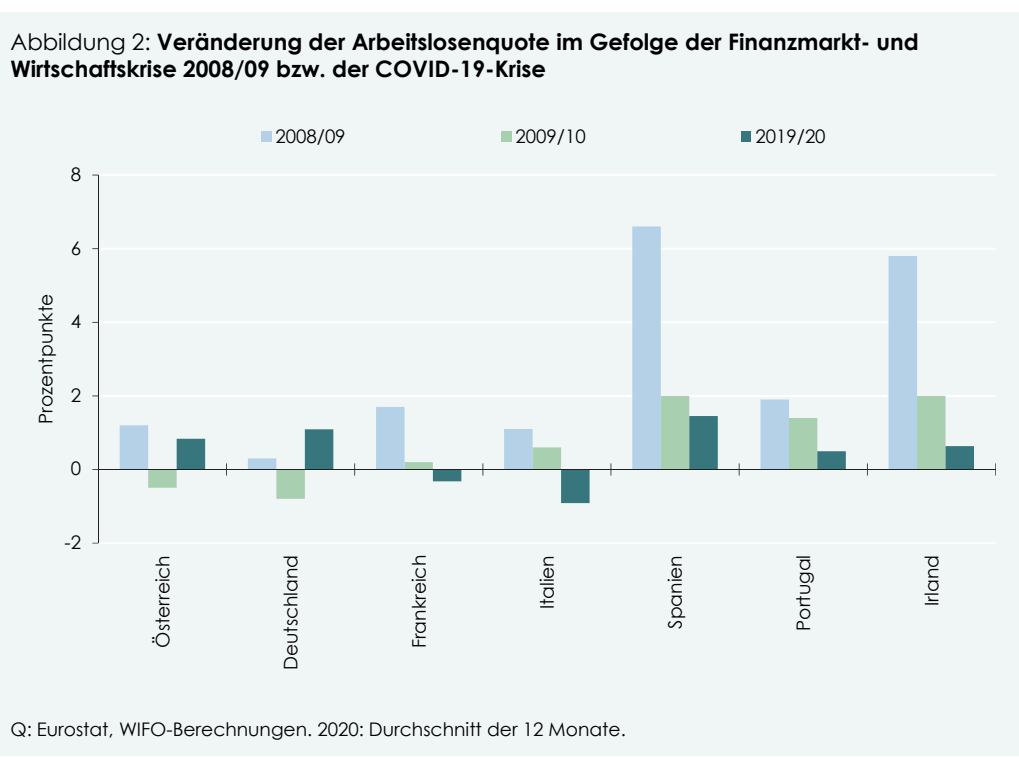
EU-Mitgliedsländer nutzten ähnliche wirtschaftspolitische Instrumente, um der COVID-19-Krise entgegenzuwirken. Folgende Maßnahmen wurden – bei unterschiedlichem Zeithorizont und Ausmaß – in fast allen EU-Ländern ergriffen:

- Einführung von Kurzarbeitsmodellen,
- Übernahme von Haftungen und Vergabe direkter Kredite,
- Auszahlung direkter Zuschüsse an Unternehmen,
- steuerliche Maßnahmen (Stundungen von Steuern und Sozialabgaben, Steuer-senkungen und andere Steuermaßnahmen) sowie eine
- Erhöhung der Staatsausgaben.

Die Kurzarbeitsprogramme spielten eine besonders wichtige Rolle bei der Stabilisierung der Beschäftigung und wurden im Zuge behördlich angeordneter Geschäftsschließungen intensiv eingesetzt. Auch in Bezug auf das Ausgabenvolumen waren die Programme von hoher Bedeutung: Im Jahr 2020 waren durchschnittlich 25% der Ausgaben

für die in den Budgetentwürfen angekündigten Fiskalpakete ausgewählter Euro-Länder für Kurzarbeitsprogramme vorgesehen (EZB, 2021). Das Hauptziel der Kurzarbeit ist die Aufrechterhaltung von Beschäftigungsverhältnissen während Lockdown-Phasen. Damit soll später eine Erholung auf dem Arbeitsmarkt erleichtert werden, indem ein Verlust von Humankapital und Wissen verhindert wird und die Arbeitskräfte nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen wieder rasch und ohne langwierige Such- und Einschulungsprozesse zur Verfügung stehen. Evidenzen für die Krisenjahre 2008/09 und ersten Studien zur COVID-19-Krise belegen die diesbezügliche Effizienz von Kurzarbeitsmaßnahmen (Hijzen – Martin, 2013, Cahuc et al., 2018, Giupponi – Landais, 2020).

Die intensive Nutzung der Kurzarbeitsprogramme dämpfte 2020 in den meisten Euro-Ländern den Anstieg der Arbeitslosenquote. Er fiel im Vergleich mit den von der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise geprägten Jahren 2009 und 2010 deutlich geringer aus (Abbildung 2).



Kredithaftungen waren in der ersten Phase der COVID-19-Krise ein weiteres zentrales Instrument. Sie dienten dazu, die Liquidität der Unternehmen abzusichern, insbesondere der KMU. Im Durchschnitt des Euro-Raumes machen die bis 15. Oktober 2020 angekündigten Haftungen zwar 1,6% des BIP aus (EZB, 2021), jedoch besteht bei diesen Kreditgarantien eine große Diskrepanz zwischen dem angekündigten Rahmen und der tatsächlichen Ausschöpfung. Laut EZB dürfte das Ausmaß der tatsächlichen Inanspruch-

nahme bis November 2020 zwischen 1,3% in Deutschland und 9,7% in Spanien gelegen sein (EZB, 2021).

Der Anteil der fiskalpolitischen COVID-19-Maßnahmen an der Wirtschaftsleistung 2020 schwankt, je nachdem, welche Instrumente in die Berechnung einfließen und welche Prognosewerte für das BIP unterstellt werden. Die in Abbildung 3 dargestellten Werte beruhen auf dem "Fiskalmonitor" des Internationalen Währungsfonds (IWF, 2020) und bezie-

hen sich auf den Planungs- bzw. Umsetzungsstand bis Ende Dezember 2020. Laut IWF machten "zusätzliche Ausgaben und entgangene Staatseinnahmen" 2020 im Durchschnitt der EU-Länder 5,5% des BIP aus (Österreich 8,6%), "Eigenkapitalmaßnahmen, Darlehen und Kredithaftungen" durchschnittlich 8,1% (Österreich 2,4%).

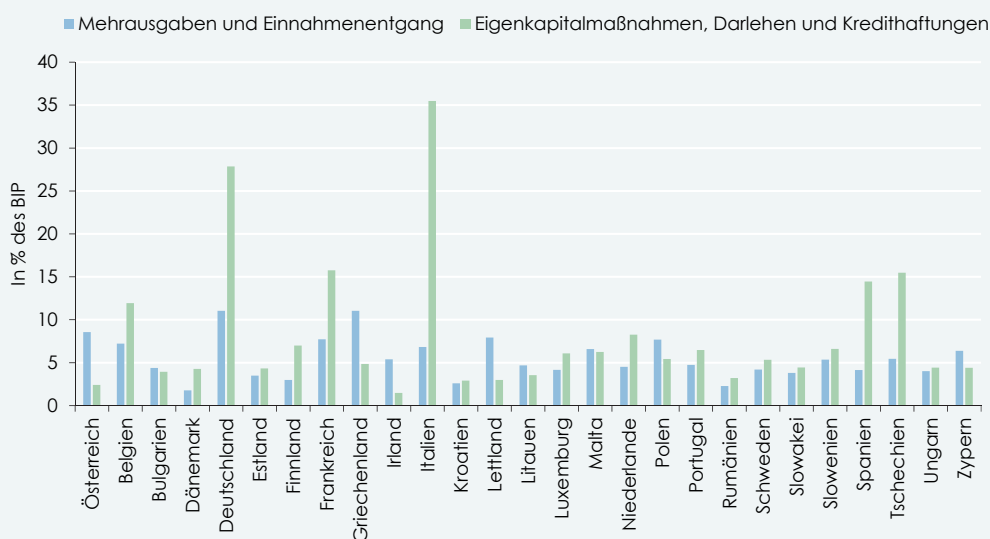
Abbildung 4 beruht auf den Budgetentwürfen ("draft budgetary plans") der EU-Mitgliedsländer, die bis Oktober 2020 bei der Europäischen Kommission eingereicht wurden⁵⁾, und zeigt den Umfang der zusätzlichen Maßnahmen mit direkter Budgetwirkung⁶⁾. Die dargestellten Anteile umfassen daher nur die zusätzlichen Ausgaben zum Planungs- bzw. Umsetzungsstand 15. Oktober 2020. Auf dieser Grundlage wies Österreich mit 6,2% des BIP im Vergleich mit aus-

gewählten EU-Ländern das viertgrößte Ausgabenvolumen für COVID-19-Maßnahmen auf.

Auch wenn sie nicht die aktuellsten Entwicklungen abbilden, bestätigen diese Vergleiche, dass das COVID-19-Maßnahmenpaket in Österreich eines der größten im Euro-Raum war. Rezenten Berechnungen zufolge plante Österreich für 2020 und 2021 49,6 Mrd. € an Hilfsmaßnahmen zur Unterstützung von privaten Haushalten und Unternehmen (12,5% des BIP 2019) und weitere 11,6 Mrd. € (2,9% des BIP 2019) für konjunkturbelebende Maßnahmen (Loretz et al., 2021). Bis Mitte Februar 2021 wurden rund 24,1 Mrd. € für Steuererleichterungen, Haftungen und Zuschüsse an Unternehmen aufgewendet (einschließlich Kurzarbeit; Bundesministerium für Finanzen, 2021).

Im europäischen Vergleich waren die COVID-19-Fiskalmaßnahmen in Österreich sehr umfangreich.

Abbildung 3: Geplante oder umgesetzte fiskalpolitische COVID-19-Maßnahmen der EU-Mitgliedsländer zum Stand 31. Dezember 2020



Q: IWF. Die IWF-Datenbank fasst die wichtigsten fiskalpolitischen Maßnahmen zusammen, die die EU-Länder als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie bis zum 31. Dezember 2020 geplant oder umgesetzt haben. Die Datenbank konzentriert sich auf zusätzliche Maßnahmen der Länder, die die bestehenden automatischen Stabilisatoren ergänzen. Diese Stabilisatoren unterscheiden sich von Land zu Land in ihrem Umfang und ihrer Reichweite. Die hier enthaltenen Schätzungen sind vorläufig, da laufend weitere Maßnahmen gesetzt werden.

Direkte Vergleiche zwischen den Fiskalmaßnahmen unterschiedlicher Länder sind schwierig. Die Aufstellungen der Europäischen Kommission und des IWF beinhalten Maßnahmen, die heterogen und damit nur sehr begrenzt vergleichbar sind. Ebenso ist es nicht einfach, die Maßnahmen zu quantifizieren und ihre Budgetwirkung abzuschätzen. Darüber hinaus ist auch die Unterscheidung zwischen budgetwirksamen zusätzli-

chen Maßnahmen und automatischen Stabilisatoren nicht immer eindeutig: So stufen etwa einige Länder die Kurzarbeit als eine Art automatischen Stabilisator ein, während andere sie als zusätzliche ("diskretionäre") ausgabenseitige Maßnahme behandeln. Ähnliche Schwierigkeiten bei länderübergreifenden Vergleichen bestehen auch bei der Quantifizierung der Stundungen bzw. der Herabsetzungen von Steuern und Sozial-

⁵⁾ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/annual-draft-budgetary-plans-abps-euro-area-countries/draft-budgetary-plans-2021_en (abgerufen am 16. 2. 2021).

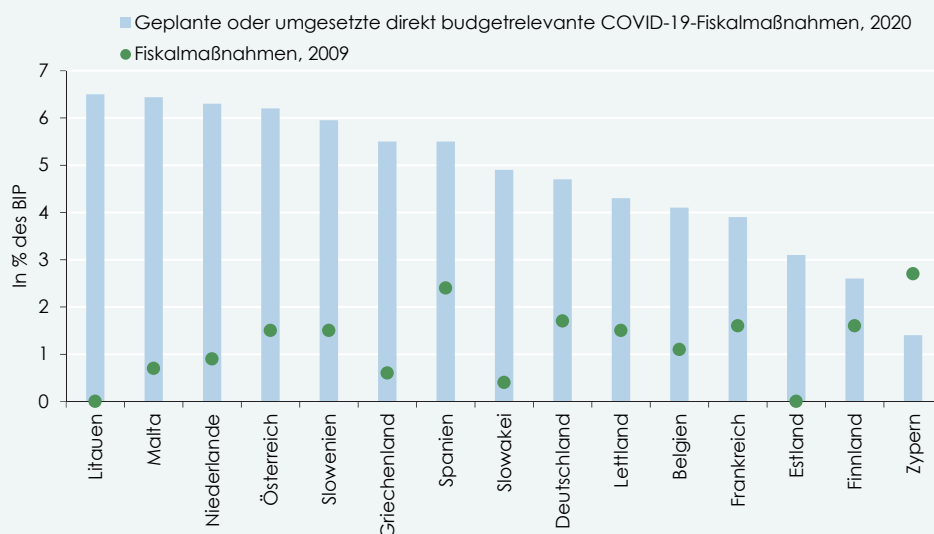
⁶⁾ Dazu zählen z. B. alle zusätzlichen Staatsausgaben und Reduktionen von Staatseinnahmen aufgrund steuerlicher Maßnahmen, jedoch nicht z. B. Kreditgarantien und Haftungen, da diese zunächst budgetneutral sind.

beitragen. Erschwerend kommt hinzu, dass die geplanten Ausgaben für 2020 und die Budgetentwürfe für 2021 bereits Mitte Oktober 2020 und damit vor der zweiten COVID-19-Welle an die Europäische Kommission übermittelt wurden. In Folge der zweiten

Welle stiegen die Ausgaben nochmals an. Zahlreiche Länder setzten zusätzliche Hilfsmaßnahmen; zudem erhöhte sich die Budgetwirkung der automatischen Stabilisatoren.

Abbildung 4: Umfang direkt budgetrelevanter COVID-19-Fiskalmaßnahmen 2020 im Vergleich zu Fiskalmaßnahmen im Krisenjahr 2009

Ausgewählte Länder des Euro-Raumes



Q: WIFO-Berechnungen anhand der Budgetentwürfe der EU-Mitgliedsländer 2021, Europäische Kommission (2010).

Durch die umfangreichen Unterstützungsmaßnahmen stiegen die Schuldenquoten in den EU-Ländern deutlich an.

Aufgrund der umfangreichen Unterstützungsmaßnahmen stiegen die Schuldenquoten der EU-Länder kräftig an. Die Sekundärmarktrenditen auf 10-jährige Staatsanleihen blieben hingegen stabil; in mehreren Ländern waren sie zuletzt nahe Null, in einigen – wie in Deutschland und Österreich – sogar negativ (Abbildung 5). Diese Rahmenbedingungen erlauben es, einen Anstieg der Staatsverschuldung in Kauf zu nehmen, um die wirtschaftliche Krise abzumildern (Europäische Kommission, 2020). Im aktuellen Umfeld könnte es auch zielführend sein, die Sinnhaftigkeit der Schuldenquote als Hauptindikator für die Staatsfinanzen zu überdenken. In einer Rezession ist die Schuldenquote ein weniger geeignetes Maß für die Nachhaltigkeit der Staatshaushalte als etwa der Anteil der Zinsausgaben an der Wirtschaftsleistung – ein Indikator für die budgetären "Kosten" der Verschuldung. Gemessen am BIP sinken die Zinsausgaben der EU-Länder seit Jahren und erreichten 2020 zum Teil historische Tiefststände (Abbildung 6). Dies ist aber nicht nur auf die unterstützende Geldpolitik zurückzuführen. Der langfristige Gleichgewichtszinssatz ist seit Jahren rückläufig und drückt das Zinsniveau – die Ein-

griffe der Zentralbanken wirkten dabei nur verstärkend⁷⁾.

2.2 Maßnahmen auf EU-Ebene

Die COVID-19-Krise traf den Euro-Raum in einer schwierigen Ausgangslage: Langjährige Probleme der Mitgliedsländer waren noch nicht überwunden, die Divergenz zwischen dem Kern und der Peripherie des Euro-Raumes konnte seit der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 nicht verringert werden und die langfristig erforderlichen Mechanismen einer Währungsunion waren erst unzureichend entwickelt (Pekanov, 2019). Die europäischen Institutionen waren daher gefordert, in ihrer wirtschaftspolitischen Antwort auf die COVID-19-Pandemie nicht nur Maßnahmen zur Krisenbewältigung zu setzen, sondern auch Signale für den Zusammenhalt der Währungsunion. Um der Gefahr einer "tieferen und ungleichen Rezession" zu begegnen, waren gemeinsame fiskalpolitische Maßnahmen unumgänglich. Mit dem europäischen Aufbaufonds "NextGenerationEU" wurde eine neue Form der Risikoteilung zwischen den EU-Ländern eingeführt – ein Schritt, der auch das Fundament der Wäh-

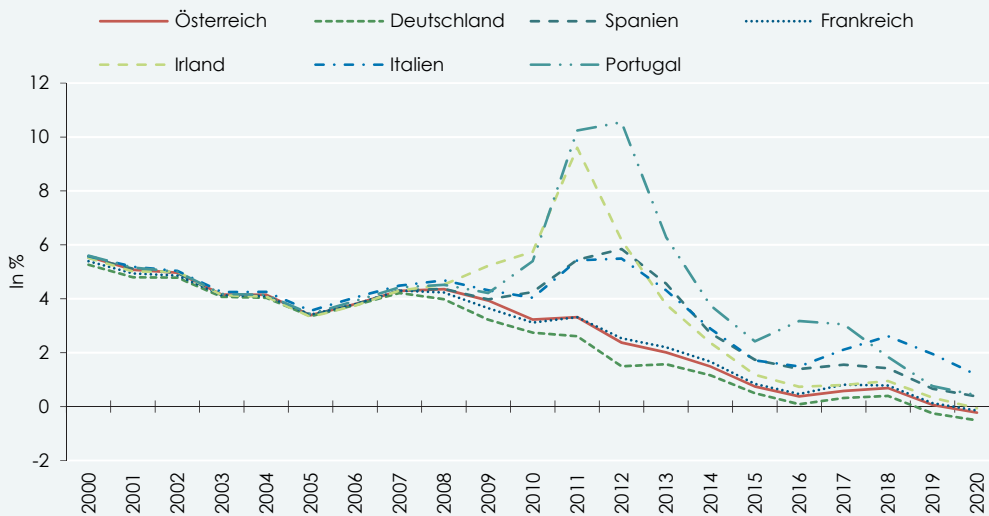
⁷⁾ Für Einschätzungen der langfristigen Gleichgewichtszinssätze für den Euro-Raum siehe Holston et al. (2017) und EZB (2018); zum langfristigen Rückgang der

Gleichgewichtszinssätze im internationalen Vergleich siehe Rachel – Summers (2019).

rungsunion langfristig stärken sollte. Das 750 Mrd. € schwere Aufbaupaket soll in stark von der Krise betroffenen Mitgliedsländern die fiskalpolitischen COVID-19-Maßnahmen unterstützen und so einem weiteren Anstieg der Ungleichgewichte innerhalb der EU entgegenwirken. Die Mitgliedsländer kamen überein, das Aufbaupaket ausnahmsweise durch gemeinsam aufgenommene Kredite zu finanzieren. Im Jänner 2021 bewilligte das Europäische Parlament das Kernstück von

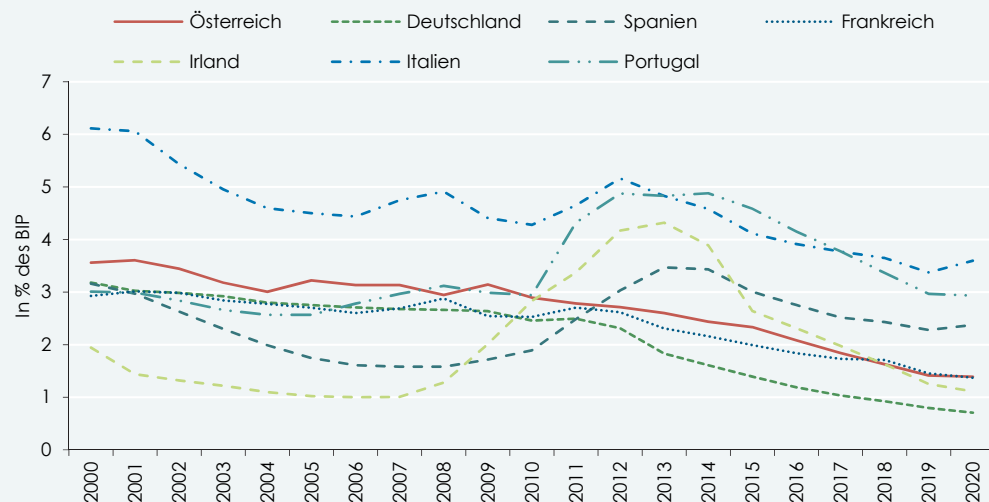
"NextGenerationEU" – die Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility – RRF) im Umfang von 672,5 Mrd. €. Im Rahmen des RRF werden Kredite und nicht rückzahlbare Zuschüsse an die Mitgliedsländer vergeben, um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen und Investitionen und Reformen zu ermöglichen, deren Schwerpunkte auf Digitalisierung und einer Transformation der Wirtschaft in Richtung Klimaneutralität liegen sollen.

Abbildung 5: Sekundärmarktrenditen auf 10-jährige Staatsanleihen im internationalen Vergleich



Q: Eurostat, Macrobond.

Abbildung 6: Zinszahlungen des Gesamtstaates im internationalen Vergleich



Q: Europäische Kommission, AMECO, November 2020.

Ein weiteres Element der gemeinsamen COVID-19-Politik war das am 19. Mai 2020 eingeführte SURE-Programm ("Support to mitigate Unemployment Risks in an Emer-

gency"). Es sollte den EU-Ländern zusätzliche Kredite zu günstigen Konditionen zugänglich machen, um nationale Kurzarbeits- und andere Beschäftigungsprogramme bis zu einer

Höchstgrenze von 100 Mrd. € zu finanzieren. Das SURE-Programm wurde im Jahr 2020 von 18 Mitgliedsländern in Anspruch genommen. Es wurden 90,3 Mrd. € an Krediten für Lohnzahlungen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 15 Jahren gewährt, um Programme zur Bekämpfung von Arbeitslosigkeit zu finanzieren. Österreich und Deutschland nutzten dieses Programm bislang nicht, da sie sich auf den Finanzmärkten günstiger refinanzieren können.

2.3 Geldpolitische Maßnahmen im Euro-Raum

Die wichtigste Maßnahme der Zentralbanken während der COVID-19-Pandemie war die deutliche Erweiterung bzw. die Neueinführung von Programmen zum Anleihenankauf. Das Quantitative-Easing-Programm der EZB (Asset Purchase Programme – APP) wurde in der ersten Märzwoche 2020 zunächst um 120 Mrd. € aufgestockt. Da das Programm auf den Märkten anfangs als unzureichend empfunden wurde, stiegen aufgrund zunehmender Konjunkturrisiken die Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen. Nach anfänglichem Zögern setzte die EZB am 18. März 2020 das umfangreiche PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) um. Die Einführung des PEPP im Ausmaß von 750 Mrd. € – aufgestockt auf 1.350 Mrd. € im Juni 2020 und schließlich auf 1.850 Mrd. € im Dezember 2020 – führte zu einer deutlichen Entspannung auf den Märkten und drückte die Zinssätze. Im Laufe des Jahres 2020 sank das Zinsniveau kontinuierlich und die Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen der meisten Euro-Länder betrugen beinahe Null. Im Fall Italiens wurde der niedrigste Wert seit Jahren erreicht.

Die EZB beließ den Hauptrefinanzierungssatz bei 0% und den Einlagefazilitätssatz

bei –0,5%. Diese Entscheidung war auf Zweifel an der Wirksamkeit von negativen Zinssätzen und auf die Befürchtung zurückzuführen, dass ein weiteres Absenken des Zinsniveaus die Bankenprofitabilität gefährden könnte. Dagegen senkte die Bank of England die Bank Rate um 65 Basispunkte auf 0,1% und die Notenbank der USA die Federal Funds Rate um 100 Basispunkte auf 0% bis 0,25%.

Die EZB behielt die expliziten Verweise auf ihre künftigen Aktivitäten ("Forward Guidance") bei, passte aber die Konditionalität an – diese beinhaltet jetzt auch einen direkten Verweis auf die Entwicklung der COVID-19-Pandemie als Hauptfaktor für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung, welche die EZB zu einer Zinssatzänderung veranlassen kann. Das Federal Reserve Board der USA verfolgt einen ähnlichen Zugang und setzt aufgrund der Verschlechterung der epidemiologischen Rahmenbedingungen ebenfalls wieder explizit auf das geldpolitische Instrument der "Forward Guidance". Nur die Bank of England entschied sich gegen eine solche Vorwärtsführung.

Auch die Bank of England weitete 2020 den Ankauf von Anleihen deutlich aus – das Gesamtvolumen lag zuletzt bei 435 Mrd. £⁸⁾. Die Notenbank der USA Fed belebte ihr Quantitative-Easing-Programm ebenfalls neu und kündigte am 15. März 2020 an, Aktiva im Ausmaß von bis zu 700 Mrd. \$ zu kaufen. Später wurde das Volumen unbegrenzt ausgeweitet⁹⁾. Daneben erwarb die Notenbank der USA auch festverzinsliche Wertpapiere von privaten Unternehmen auf dem sekundären sowie primären Markt und richtete ein Darlehensprogramm ein, das Kreditvergaben an kleine Unternehmen zu sehr günstigen Konditionen erlaubt.

3. Ausblick: Spezifische Merkmale der COVID-19-Krise und Risiken für die Zukunft

In der öffentlichen Debatte über die umfangreichen staatlichen Kriseninterventionen wurden auch Befürchtungen laut. So wurde vor allem gefragt, ob die deutlich gestiegene Staatsverschuldung die fiskalische Nachhaltigkeit gefährde und ob in der nahen Zukunft mit einer starken Inflation zu rechnen sei. Diese Sorgen scheinen einerseits nachrangig, solange sich die Wirtschaft inmitten eines tiefen Abschwungs befindet; andererseits ist die Unsicherheit über die mittelfristige makroökonomische Entwicklung nach dem Ende der Pandemie hoch.

Zumindest kurzfristig erscheint die Angst vor einer hohen Inflation im Euro-Raum eher unbegründet. In wirtschaftlichen Situationen,

die von hoher Unterauslastung und Arbeitslosigkeit gekennzeichnet sind, ist normalerweise mit einem Abwärtsdruck auf die Preise zu rechnen. Für ein Sinken der Preise sprechen auch die vorliegenden Inflationsdaten: Seit Ausbruch der COVID-19-Pandemie wurde das EZB-Inflationsziel von 2% ständig und deutlich unterschritten, ähnlich wie in den Jahren davor. Laut Prognosen des EZB Survey of Professional Forecasters dürfte die Inflation auch 2021 und 2022 unter dem 2%-Ziel liegen – für 2022 wird für den Euro-Raum mit 1,3% gerechnet¹⁰⁾.

Da ein höheres Wirtschaftswachstum mit einem Anstieg der Inflation einhergeht, kann eine Heranführung der Inflationsrate an die

Die hohen Kosten der COVID-19-Interventionen weckten Ängste vor einer Explosion der Staatsverschuldung und einem deutlichen Anstieg des Preisniveaus.

Zumindest kurzfristig ist für den Euro-Raum nicht mit einer starken Inflation zu rechnen.

⁸⁾ <https://www.economicsobservatory.com/how-did-central-banks-respond-coronavirus-crisis> (abgerufen am 25. 2. 2021).

⁹⁾ <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/> (abgerufen am 25. 2. 2021).

¹⁰⁾ EZB Survey of Professional Forecasters Q1 2021.

2%-Marke derzeit als Nebenziel einer Erhöhung der Staatsausgaben und einer expansiven Geldpolitik verstanden werden; ein Anstieg der Inflationsrate sollte daher nicht primär als Gefahr interpretiert werden. Dennoch könnte es in naher Zukunft vorübergehend zu einer erhöhten Inflation kommen – etwa aufgrund des Auslaufens unterschiedlicher Maßnahmen zur Mehrwertsteuersenkung (z. B. in Deutschland), durch einmalige Anstiege des Ölpreises oder aufgrund erhöhter Konsumnachfrage nach dem Ende von Lockdown-Maßnahmen. Die Gefahr einer Überhitzung der Wirtschaft und einer daraus resultierenden höheren Inflation erscheint derzeit in den USA und im Vereinigten Königreich größer als im Euro-Raum (vgl. unten und *Haldane, 2021*).

2020 nahm die Staatsverschuldung in den meisten EU-Ländern zwar deutlich zu, die derzeitigen Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen deuten jedoch darauf hin, dass der Zeitpunkt für eine Neuverschuldung günstig war. Die umfangreichen EZB-Interventionen im Jahr 2020 stellten niedrige Finanzierungskosten im Euro-Raum sicher. Für einige Länder (einschließlich Österreich) waren die Sekundärmarktrenditen mit unterschiedlichen Laufzeiten meist negativ. Die Designation des ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi zum italienischen Premierminister im Februar 2021 wirkte sich positiv auf die Bonität Italiens aus. Die Sekundärmarktrendite auf italienische Staatsanleihen sank auf einen historisch niedrigen Wert.

Die Zinssätze könnten allerdings in Zukunft aufgrund einer hohen Staatsverschuldung in einzelnen Ländern wieder ansteigen, falls die Finanzmärkte rasch auf Marktstress reagieren. Es besteht jedoch kein Grund, bereits jetzt Maßnahmen zum Schuldenabbau zu erwägen. Auch im IWF-Fiskalmonitor wird den Regierungen geraten, "die Rettungsleihen nicht zu schnell" zurückzuziehen. "Die staatliche Unterstützung sollte sich allmählich vom Schutz alter Arbeitsplätze darauf verlagern, Menschen wieder in Arbeit zu bringen und lebensfähigen, aber immer noch gefährdeten Unternehmen zu helfen, sicher wieder zu eröffnen" (*IWF, 2020*).

Die Frage, in welchem Ausmaß weiterhin fiskalpolitische Maßnahmen notwendig sein werden, um eine nachhaltige Erholung der Wirtschaft zu gewährleisten, bleibt dennoch offen. Der Umfang der künftigen Fiskalmaß-

nahmen wird auch die Entwicklung der Inflation maßgeblich beeinflussen. Hinsichtlich ihres geplanten Umfangs unterscheiden sich die Fiskalpakete im Euro-Raum und in den USA deutlich.

Die USA hatten bereits 2020 hohe Summen für Konjunkturpakete aufgewendet, der Umfang der Hilfspakete hatte zunächst 1,6 Bio. \$ betragen und wurde im Dezember 2020 um 900 Mrd. \$ erhöht. Die neu angebotene Biden-Administration plant im Rahmen eines noch größeren expansiven Fiskalpaketes 1,9 Bio. \$ (etwa 9% des BIP) an Wirtschaftshilfen auszuschütten¹¹⁾. Diese Summe wäre deutlich höher als die auf etwa 900 Mrd. \$ geschätzte reale Outputlücke für 2020¹²⁾. Eine mögliche Überdimensionierung des Paketes ließ ein Überschießen des Inflationsziels befürchten. Während eine nur vorübergehende Überschreitung dem "Average Inflation Targeting" der Notenbank der USA entsprechen würde¹³⁾, löste der Umfang des Pakets Diskussionen darüber aus, ob es auch langfristig zu einer Inflation führen könnte, die das erwünschte Maß übersteigt. Während in den USA der kumulierte BIP-Anteil der geplanten Fiskalmaßnahmen und der automatischen Stabilisatoren deutlich höher ist als die geschätzte Outputlücke für 2021, ist der entsprechende Anteil im Euro-Raum kleiner als die Outputlücke (Abbildung 7). Eine Überhitzung der Wirtschaft und eine hohe Inflation sind daher im Fall des Euro-Raumes weniger wahrscheinlich. Für den Euro-Raum besteht eher die Gefahr, dass der Umfang der fiskalpolitischen Maßnahmen nicht ausreicht oder diese zu früh auslaufen.

Auch wenn die günstigen geldpolitischen Rahmenbedingungen den Spielraum der Fiskalpolitik erhöhen¹⁴⁾, dürfte die expansive Wirkung der fiskalischen Stimuli zumindest so lange schwächer ausfallen als in "normalen" Krisen, bis es gelungen ist, die Pandemie zu überwinden. Dies hängt mit der Besonderheit der COVID-19-Krise, näherhin mit den wiederholten Lockdown-Phasen zusammen. In "normalen" Rezessionen sollen Konjunkturimpulse die Einkommen der betroffenen Haushalte absichern und dadurch den privaten Konsum stabilisieren. Der dadurch ausgelöste indirekte (expansive) Multiplikatoreffekt stimuliert die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und fördert die wirtschaftliche Erholung. Dieser expansive Effekt ist bei Schließungen ganzer Wirtschaftsbereiche aller-

Solange die derzeitige Konjunkturschwäche anhält, sind die Inflationsgefahr und die vorübergehend erhöhte Staatsverschuldung zweitrangig.

Auf Basis aktueller Schätzungen der Outputlücke erscheinen die für 2021 geplanten Fiskalmaßnahmen im Euro-Raum noch unzureichend.

¹¹⁾ Das vorgeschlagene Paket beinhaltet 150 Mrd. \$ an Unternehmenshilfen, 400 Mrd. \$ an Hilfen für finanziell gefährdete private Haushalte, 600 Mrd. \$ an direkten Hilfen für Familien (einschließlich Hilfsschecks in Höhe von 1.400 \$ pro Kopf) und 750 Mrd. \$ für die Eindämmung von COVID-19.

¹²⁾ Siehe *Blanchard (2021)* für eine detaillierte Analyse: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan> (abgerufen am 18. 2. 2021).

¹³⁾ Die Notenbank der USA toleriert nach Perioden zu niedriger Inflation ein temporäres Überschießen des In-

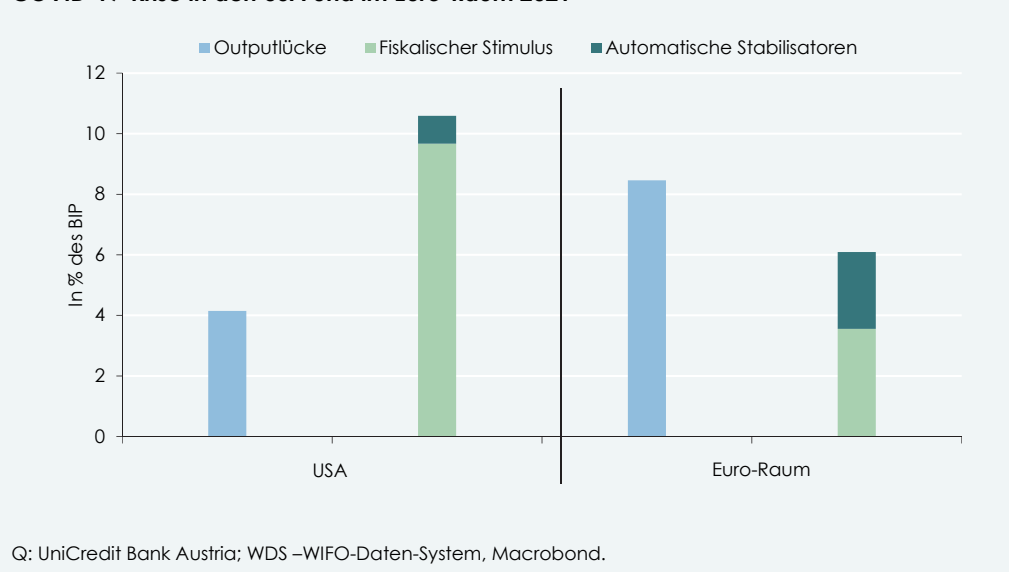
flationsziels, um diese Perioden auszugleichen und im Durchschnitt ein Inflationsziel von 2% zu erreichen.

¹⁴⁾ *Blanchard (2019)* erläuterte, warum langfristig niedrige risikofreie Zinssätze den Spielraum für die aktive Fiskalpolitik erhöhen. *Reis (2020)* argumentierte in gegensätzlicher Richtung, indem er argumentierte, warum eine nicht optimale Wirtschaftspolitik rasch zu einem Anstieg der risikofreien Zinssätze führen oder auch bei niedrigen Zinssätzen die Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik gefährden kann.

dings relativ gering, da die Gesamtnachfrage durch indirekte (Konsum-)Effekte nur wenig gesteigert wird (Guerrieri et al., 2020). Die Konsumausfälle in bestimmten Wirtschaftsbereichen (z. B. Tourismus) können aufgrund aufrechter Lockdown-Maßnahmen auch nicht vollständig durch den Konsum in anderen Bereichen kompensiert werden, wodurch die Fiskalmultiplikatoren in der COVID-19-Krise deutlich geringer ausfallen dürften als in "konventionellen" Rezessionen. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn Fiskalmaßnahmen nicht zielgerichtet sind und daher nicht den privaten Haushalten mit der höchsten Konsumneigung zu Gute kommen. Der Fiskalpolitik wird dennoch weiterhin eine zentrale Rolle bei der Absicherung der Haushaltseinkommen zukommen (Guerrieri et al., 2020). Angesichts der schwachen Konsum- und Konjunkturreffekte der Fiskalmaßnahmen erscheint es ratsam, den Schwerpunkt dieser Maßnahmen teilweise auch auf Investitionen zu verlegen, die das gesamtwirtschaftliche Angebot langfristig verändern. Im EU-Aufbaupaket sollen derartige angebotsseitige Investitionen die Digitalisierung und Ökologisierung der Wirtschaft vorantreiben.

Aufgrund des starken Wirtschaftseinbruchs ist auch mit einem Anstieg der Insolvenzen zu rechnen. Die Maßnahmen zur Liquiditätssicherung von Unternehmen dämpften 2020 in den meisten EU-Ländern deutlich die Zahl der Insolvenzen. Dies rührt daher, dass viele Länder die Insolvenzantragspflicht bei Überschuldung aussetzten (so z. B. Deutschland und Österreich) und die Frist für Insolvenzanträge im Fall von Zahlungsunfähigkeit von 60 auf 120 Tage verlängerten. Laut vorläufigen Daten von Eurostat wurden in ausgewählten Ländern des Euro-Raumes im II. Quartal 2020 rund 41% weniger Insolvenzen gemeldet als im Vorjahr. Auch im III. Quartal 2020 betrug der Rückgang gegen das Vorjahr noch rund 20%¹⁵⁾. In Österreich dürften die Insolvenzen 2020 laut ersten Hochrechnungen des AKV um mehr als 40% zurückgegangen sein¹⁶⁾. Diese Entwicklungen bergen jedoch auch Gefahren. Nach dem Auslaufen entsprechender Maßnahmen könnte es – insbesondere durch Nachholeffekte – zu einem abrupten und merklichen Anstieg der Insolvenzen kommen. Damit ist vor allem in stark krisenbetroffenen Branchen zu rechnen, etwa in der Beherbergung und Gastronomie, im Flugverkehr, im Handel und im Transportwesen.

Abbildung 7: **Prognose der Outputlücke und geplante fiskalpolitische Reaktionen auf die COVID-19-Krise in den USA und im Euro-Raum 2021**



4. Literaturhinweise

Baldwin, R., Keeping the lights on: Economic medicine for a medical shock, VoxEU, CEPR Policy Portal, London, 2020.

Blanchard, O., "Public Debt and Low Interest Rates," American Economic Review, 2019, 109(4), S. 1197-1229.

Bundesministerium für Finanzen, Monatsbericht Jänner 2021 sowie COVID-19-Berichterstattung, Wien, 2021.

¹⁵⁾ Siehe Eurostat Statistics Explained, 2021, https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Bankruptcy_declarations_of_

[businesses %25 change compared with the same quarter of the previous year.png](businesses%25_change_compared_with_the_same_quarter_of_the_previous_year.png).

¹⁶⁾ <https://www.akv.at/wp-content/uploads/AKV-Insolvenzstatistik-Gesamt-2020.pdf>.

- Cahuc, P., Kramarz, F., Nevoux, S., "When Short-Time Work Works", Banque de France Working Paper, 2018, (692).
- Del Negro, M., Lenza, M., Primiceri, G., Tambalotti, A., "What's up with the Phillips Curve?", ECB Working Paper Series, 2020, (2435).
- Europäische Kommission, "Public finances in EMU – 2010", European Economy, 2010, (4).
- Europäische Kommission, Communication From The Commission To The European Parliament, The Council, And The European Central Bank, on the 2021 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment, COM(2020) 750 final, Brüssel, 2020.
- Europäische Zentralbank, "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", Occasional Paper Series, 2018, (217).
- Europäische Zentralbank (2020A), "Public loan guarantees and bank lending in the COVID-19 period", ECB Economic Bulletin, 2020, (6).
- Europäische Zentralbank (2020B), "A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market", ECB Economic Bulletin, 2020, (5).
- Europäische Zentralbank, "The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis", ECB Economic Bulletin, 2021, (1).
- Giupponi, G., Landais, C., "Subsidizing Labor Hoarding in Recessions: The Employment and Welfare Effects of Short Time Work", CEPR Discussion Paper, 2020, (13310).
- Gourinchas, P.-O., Flattening the pandemic and recession curves, VoxEU, CEPR Policy Portal, London, 2020.
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., Werning, I., "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", NBER Working Paper, 2020, (26918).
- Haldane, A., "Inflation: a tiger by the tail?", Vortrag, Bank of England, 26. 2. 2021, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/february/andy-haldane-recorded-mini-speech-on-inflation-outlook>.
- Hijzen, A., Martin, S., "The role of short-time work schemes during the global financial crisis and early recovery: a cross-country analysis", IZA Journal of Labor Policy, 2013, 2(5).
- Holston, K., Laubach, T., Williams, J. C., "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Journal of International Economics, 2017, 108(S1), S. 39-75.
- IWF, Fiscal Monitor. Policies for the Recovery, Washington D.C., 2020.
- Loretz, S., Pitlik, H., Schratzenstaller, M., "Bundeshaushalt und Staatsschuld in der COVID-19-Krise, Bundesvoranschlag 2021 und Mittelfristiger Finanzrahmen 2021 bis 2024", WIFO-Monatsberichte, 2021, 94(1), S. 53-65, <https://monatsberichte.wifo.ac.at/66832>.
- Pekanov, A., Policy Brief: Past and Present of EMU Reform. Reforming the Euro Area – The Road Not (Yet) Taken, WIFO, Wien, 2019.
- Rachel, L., Summers, L. H., "On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation", Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts, 7.-8. 3. 2019.
- Reis, R., "The constraint on public debt when $r < g$ but $g < m$ ", LSE, Working Paper, 2020.
- Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A. S., Yiangou, J., "A Tale of Two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20", ECB Working Paper Series, 2019, (2346).
- Schnabel, I., "Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound", Eröffnungsrede anlässlich der Third Annual Conference "High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress", European Fiscal Board, Frankfurt am Main, 2021.
- Tenreyro, S., "Let's talk about negative rates", Vortrag, UWE Bristol webinar, 11. 1. 2021.