

# Europäische Wirtschaftspolitik 2021/22

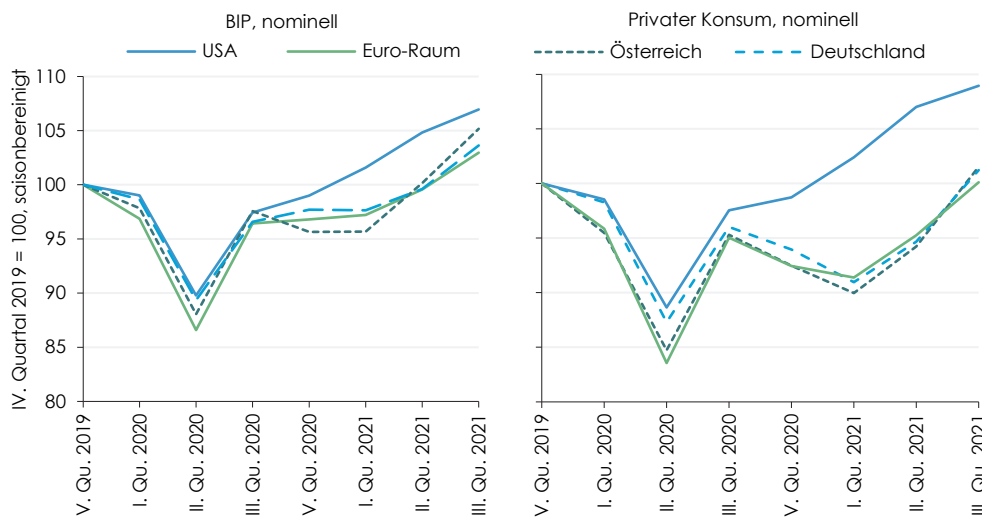
## Zwischen Konjunkturerholung und Unsicherheit

Atanas Pekanov

- Die Haupttreiber der Konjunkturbelebung im Jahr 2021 waren großzügige fiskal- und geldpolitische Impulse.
- 2021 verabschiedete die EZB eine neue geldpolitische Strategie; sie sieht mittelfristig ein symmetrisches Inflationsziel von 2% vor. Dies bedeutet, dass positive und negative Abweichungen von diesem Ziel gleichermaßen unerwünscht sind.
- Die Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility – RRF) wurde 2021 endgültig von allen EU-Mitgliedsländern ratifiziert. Die bei der EU-Kommission eingereichten Aufbau- und Resilienzpläne wurden größtenteils bereits genehmigt. Somit befindet sich dieses wichtige und einzigartige EU-Instrument zur Unterstützung der Erholung von der COVID-19-Krise bereits in Umsetzung.
- Für 2022 steht u. a. eine Reform des EU-Stabilitäts- und Wachstumspaktes zur Diskussion, um die Fiskalregeln effizienter und einfacher zu gestalten. Den Hintergrund bilden die erhöhten Budgetdefizite und Schuldenstände der Mitgliedsländer bei zugleich reduziertem Zinsaufwand.

### Unterschiede in der Wirtschaftserholung zwischen den USA und dem Euro-Raum

Entwicklung des BIP bzw. des privaten Konsums in der COVID-19-Krise



Die höhere Erholungsdynamik in den USA war vor allem eine Folge der rasanten Erholung des privaten Konsums, der rasch auf das Vorkrisenniveau zurückfand – anders als im Euro-Raum (Q: Macrobond, OECD).

**"Die hohen Inflationsraten, aber auch die Notwendigkeit eines vorsichtigen Ausstiegs aus der lockeren Geldpolitik stellen 2022 eine Herausforderung für die Zentralbanken dar. Die Entwicklung der Inflation und vor allem die Inflationserwartungen werden entscheidend dafür sein, wie rasch die Zinssätze angehoben werden."**

# Europäische Wirtschaftspolitik 2021/22

## Zwischen Konjunkturerholung und Unsicherheit

Atanas Pekanov

### Europäische Wirtschaftspolitik 2021/22. Zwischen Konjunkturerholung und Unsicherheit

Die Konjunktur in der EU befand sich 2021 auf Erholungskurs, wurde aber weiterhin durch die hohe Unsicherheit über die weitere Entwicklung der COVID-19-Pandemie geprägt. Maßgeblich für die Konjunkturerholung war die expansive Geld- und Fiskalpolitik in der EU und im Euro-Raum, wo Ende 2021 hohe Inflationsraten verzeichnet wurden. Dieser Beitrag diskutiert drei Hauptthemen der EU-Wirtschaftspolitik 2021/22: die geldpolitische Strategie, die Fiskalregeln und das Instrument "NextGenerationEU". Die kürzlich angepassten geldpolitischen Strategien der Europäischen Zentralbank sowie der Federal Reserve tolerieren kurzfristig höhere Inflationsraten, orientieren sich aber mittelfristig weiterhin am Inflationsziel von 2%. Ausgewählte Vorschläge zur Reform der EU-Fiskalregeln gehen von der deutlich gestiegenen Verschuldung der Mitgliedsländer aus und weisen zugleich auf die strukturelle Reduktion der Gleichgewichtszinssätze hin, die die Schuldenlast verringert. Abschließend wird auf die Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility – RRF), das Kernstück von NextGenerationEU, eingegangen. Die RRF befindet sich bereits in der Implementierungsphase und soll in den kommenden Jahren wichtige Investitionen und Reformen unterstützen.

### European Economic Policy in 2021-22. Between Economic Recovery and Uncertainty

The EU economy was on the road to recovery in 2021, but continued to be shaped by high uncertainty about the further development of the COVID-19 pandemic. Key to the economic recovery was expansionary monetary and fiscal policy in the EU and euro area, which was characterised by high inflation rates toward the end of 2021. This paper discusses three main themes of EU economic policy in 2021-22: the monetary policy strategy review, the future of fiscal rules and the implementation of the NextGenerationEU instrument. The recently adjusted monetary policy strategies of the European Central Bank as well as the Federal Reserve tolerate higher inflation rates in the short term, but remain oriented toward the 2 percent inflation target in the medium term. Selected proposals for reforming EU fiscal rules take as their starting point the significant increase in member countries' indebtedness while pointing to the secular reduction in equilibrium interest rates that reduces the debt burden. Finally, the paper discusses the Recovery and Resilience Facility (RRF), the centerpiece of NextGenerationEU. The RRF is already in the implementation phase and is expected to lead to important investments and reforms in the coming years.

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

**Begutachtung:** Serguei Kaniovski, Margit Schratzenstaller • **Wissenschaftliche Assistenz:** Ursula Glauninger ([ursula.glauninger@wifo.ac.at](mailto:ursula.glauninger@wifo.ac.at)), Cornelia Schobert ([cornelia.schobert@wifo.ac.at](mailto:cornelia.schobert@wifo.ac.at)) • Abgeschlossen am 4. 3. 2022

**Kontakt:** Atanas Pekanov ([atanas.pekanov@wifo.ac.at](mailto:atanas.pekanov@wifo.ac.at))

## 1. Konjunkturmaßnahmen und -erholung

**Fiskal- und geldpolitische Impulse in den meisten EU-Mitgliedsländern waren 2021 die wichtigsten Faktoren der Konjunkturbelebung.**

Das Jahr 2021 wurde hauptsächlich durch die COVID-19-Pandemie geprägt. Während die ersten Monate weiterhin von behördlichen Eindämmungsmaßnahmen begleitet wurden, folgte im Spätherbst und Sommer (II. und III. Quartal 2021) weltweit und in der EU eine wirtschaftliche Erholungsphase mit hohen BIP-Wachstumsraten, die teilweise durch Basiseffekte aufgrund der niedrigen Wirtschaftsaktivität im Vorjahr zu erklären sind. Obwohl im Herbst infolge der Delta- und Omikron-Varianten des SARS-CoV-2-Virus die Neuinfektionen wieder deutlich anstiegen und in einigen europäischen Ländern erneut restriktive COVID-19-Maßnahmen gesetzt wurden, wirkten sich diese vergleichsweise weniger dämpfend auf die Konjunktur aus als in der Vergangenheit.

Die Haushaltsdefizite der EU-Mitgliedsländer lagen 2021 voraussichtlich bei –6,6% des BIP (EU-Durchschnitt; Europäische Kommission, 2021a) und damit deutlich über der festgelegten Grenze von 3% (Maastricht-Kriterien). Die öffentlichen Defizite wurden aufgrund zahlreicher einzelstaatlicher Maßnahmen zur Unterstützung der Unternehmen und der privaten Haushalte ausgeweitet. Einige Mitgliedsländer erhielten 2021 bereits erste Zahlungen im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfazilität. Auch die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank war weiterhin expansiv: Der Umfang des EZB-Anleihenankaufprogrammes (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) wurde auf ein Rekordvolumen von 1.850 Mrd. € ausgeweitet.

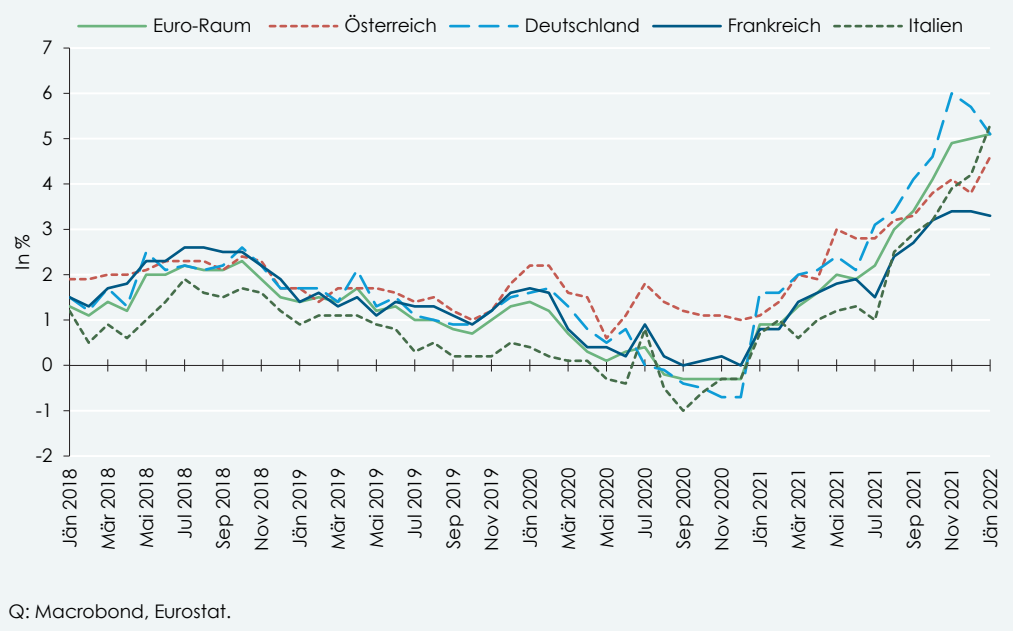
Ende 2021 verzeichneten die meisten Euro- und EU-Länder Inflationsraten weit über dem 2%-Ziel der EZB<sup>1)</sup> (Abbildung 1). Die Gründe dafür waren die Lockdown-bedingten Basis-effekte von 2020 auf 2021, eine deutliche Konjunkturerholung begleitet von relativ niedrigen Arbeitslosenquoten, der enorme Anstieg der Energiepreise (bei hoher Volatilität) sowie die expansive Geldpolitik der Zentralbanken. Getrieben von der kräftigen Erholung in Asien und einer hohen Nachfrage nach Flüssiggas sowie der geopolitischen Unsicherheit und den Spannungen zwischen Russland und Europa verteuerte sich vor allem Energie (Abbildung 2). Darüber hinaus war in der COVID-19-Krise eine deutliche Verschiebung im Konsumverhalten der privaten Haushalte von den Dienstleistungen zu den Waren beobachtbar. Der Anstieg der Ausgaben für Waren führte in Verbindung mit Problemen in den Lieferketten zu einem erheblichen Druck auf die Warenpreise. Auch wenn hierin in erster Linie der Anstieg der Nachfrage zum Ausdruck kam, kann eine solche Verschiebung der Gesamtnachfrage einen Inflationsdruck auslösen, der mit dem Effekt von Angebotsschocks vergleichbar ist (Guerrieri et al., 2021).

Eine Beschleunigung der Inflation gegen Ende 2021 war zwar von den meisten Prognoseinstituten erwartet worden, jedoch nicht in diesem Ausmaß. Die beobachteten Inflationsraten lagen deutlich über jenen Werten,

die die historische Erfahrung angesichts der Geschwindigkeit des Aufschwungs, der gestiegenen Wirtschaftstätigkeit und der sich schließenden Produktionslücke nahegelegt hatten. Die Inflationsdynamik war dabei in den USA wesentlich stärker als im Euro-Raum, da auch die wirtschaftliche Erholung in den USA viel kräftiger ausfiel. Die Wirtschaft erholte sich in den USA schneller und ausgehend von einem höheren Niveau als im Euro-Raum, in beiden Wirtschaftsräumen wurde jedoch das Vorkrisenniveau erreicht (Abbildung 3). Die höhere Erholungsdynamik in den USA war vor allem eine Folge der rasanten Erholung des privaten Konsums, der rasch auf das Vorkrisenniveau zurückfand – anders als im Euro-Raum, in Deutschland und in Österreich. Wie bereits in der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 sanken das nominelle BIP und der nominelle private Konsum auch im ersten Jahr der COVID-19-Krise deutlich; ein Unterschied besteht jedoch in der Geschwindigkeit der wirtschaftlichen Erholung, die in der COVID-19-Pandemie sehr rasch erfolgte. Die Unterschiede in der Inflationsentwicklung zwischen den USA und dem Euro-Raum führt Boone (2021) auf die abweichenden politischen Maßnahmen zur Eindämmung der COVID-19-Pandemie in den beiden Regionen zurück. Sie spiegeln die unterschiedliche Arbeitsmarktpolitik wider, daher hatten die beiden Ansätze unterschiedliche Folgen für Beschäftigung, Nachfrage und Inflation.

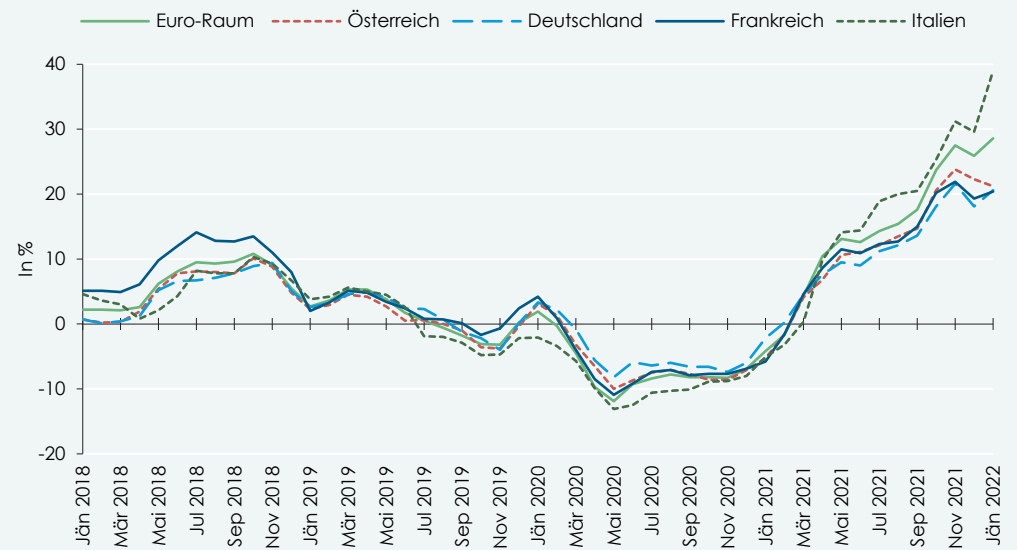
**Die wirtschaftspolitischen Debatten kreisten 2021 hauptsächlich um zwei Phänomene: den sprunghaften Anstieg der Inflation zu Jahresende und die erhöhte Verschuldung aller EU-Mitgliedsländer. Es entspann sich erneut eine rege Diskussion zur Zukunft der EU-Fiskalarchitektur.**

Abbildung 1: Inflationsraten laut HVPI im internationalen Vergleich



<sup>1)</sup> November 2021: Euro-Raum 4,9%, Österreich 4,1%, Deutschland 6%; Dezember 2021: Euro-Raum 5%, Österreich 3,8%, Deutschland 5,7%.

Abbildung 2: **Harmonisierte Inflationsraten für Energie im internationalen Vergleich**



Q: Macrobond, Eurostat.

Im Euro-Raum lag der Schwerpunkt auf der Weiterbeschäftigung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, die vor allem durch Kurzarbeit gewährleistet wurde. Dagegen wurden im Rahmen des Programmes der Regierung der USA vorübergehende Entlassungen in Kauf genommen, was zu Verlusten an Einkommen und Sozialleistungen führte. Dementsprechend litt die Beschäftigung in der EU vergleichsweise weniger stark unter der COVID-19-Krise und hat bereits wieder das Vorkrisenniveau erreicht, wogegen sie in den USA immer noch darunter liegt. Die Regierung der USA erhöhte jedoch die Einkommensunterstützung deutlich, indem sie Schecks direkt an die privaten Haushalte verschicken ließ, Steuergutschriften gewährte sowie die Arbeitslosenunterstützung verlängerte und aufstockte. Die Unterstützungsleistungen fielen vor allem für Personen mit geringem Einkommen recht hoch aus. So stieg das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte in den USA 2020 und 2021 tatsächlich deutlich an. Infolgedessen übertrafen in den USA 2021 sowohl der private Konsum insgesamt als auch die Ausgaben für Waren sogar das Vorkrisenniveau (Abbildung 3). Im Euro-Raum blieben die Einkommen dagegen in etwa auf dem gleichen Niveau wie vor der Pandemie; zugleich hat der private Konsum noch nicht wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Diese unterschiedlichen Entwicklungen im BIP und in der privaten Konsumnachfrage erklären zum Teil den höheren Inflationsdruck in den USA.

Für 2022 ist die Frage zentral, ob die kräftige Teuerung nur vorübergehend ist oder ob die Inflation längerfristig auf hohem Niveau bleiben wird, was zu Problemen führen könnte. Die meisten Prognosen hatten für 2021 mit einer vorübergehenden Inflationswelle bis zum Sommer gerechnet, vor allem geprägt durch Basiseffekte gegenüber 2020. Diese Erwartungen wurden zum Teil revidiert, als sich der Preisauftrieb Ende 2021 beschleunigte, sodass für 2022 mittlerweile ebenfalls Inflationsraten von weit über 2% prognostiziert werden. Trotzdem gelang es der Europäischen Zentralbank und der Federal Reserve, die langfristigen Preiserwartungen unter Kontrolle zu halten. Laut den letzten EZB-Umfragen zu den Markterwartungen<sup>2)</sup> gehen Finanzexpertinnen und -experten sowie Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer davon aus, dass die Inflationsraten mittelfristig wieder dem 2%-Ziel entsprechen.

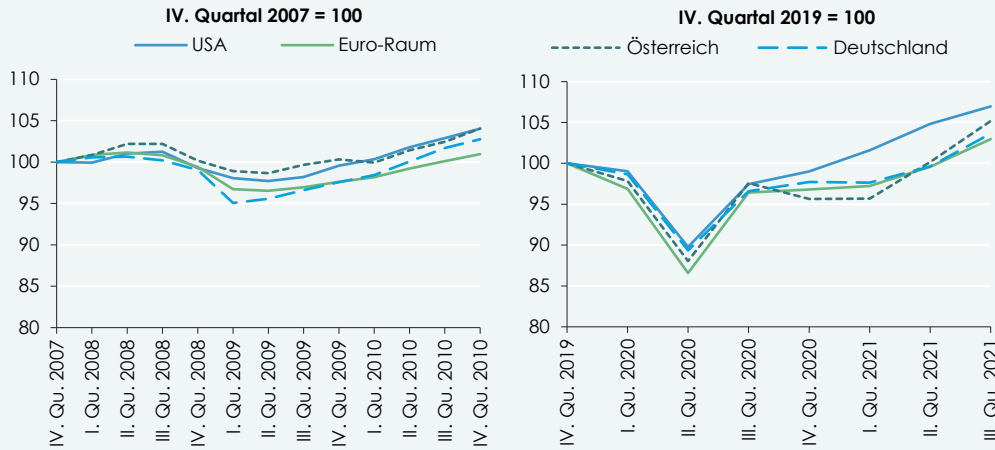
Die geopolitischen Entwicklungen in den letzten Februarwochen und die russische Invasion in der Ukraine werden den Inflationsdruck für 2022 jedoch weiterhin deutlich erhöhen. Der Anstieg der Energiepreise, speziell bei Erdöl und Erdgas, könnte die Inflationsraten kurzfristig weiter steigen lassen. Weiters könnten ein Anhalten der Lieferkettenprobleme und der wirtschaftlichen sowie geopolitischen Unsicherheit die Wirtschaftserholung deutlich dämpfen. Durch den veränderten Konjunkturausblick dürften die Federal Reserve und die EZB die Leitzinsen allmählich anheben.

<sup>2)</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html) (abgerufen am 4. 3. 2022).

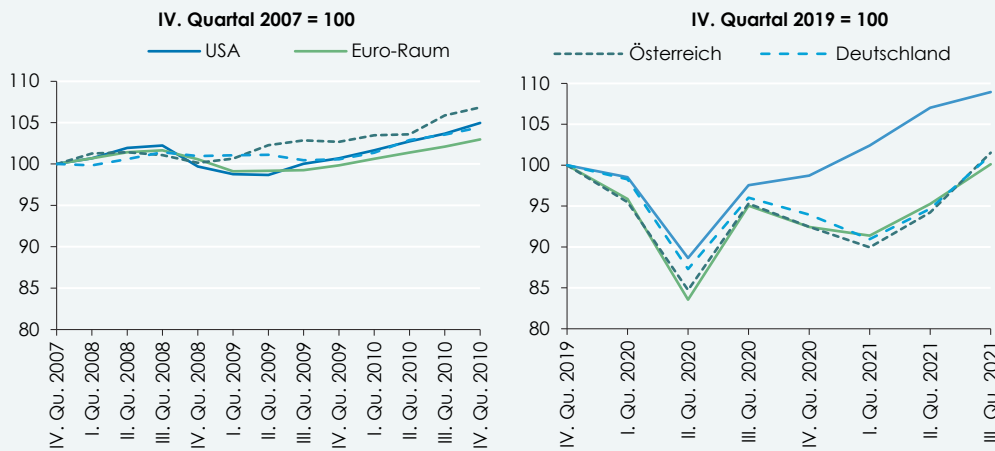
**Abbildung 3: Unterschiede in der Wirtschaftserholung zwischen den USA und dem Euro-Raum**

Entwicklung des BIP bzw. des privaten Konsums in der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 und in der COVID-19-Krise

BIP, nominell, saisonbereinigt

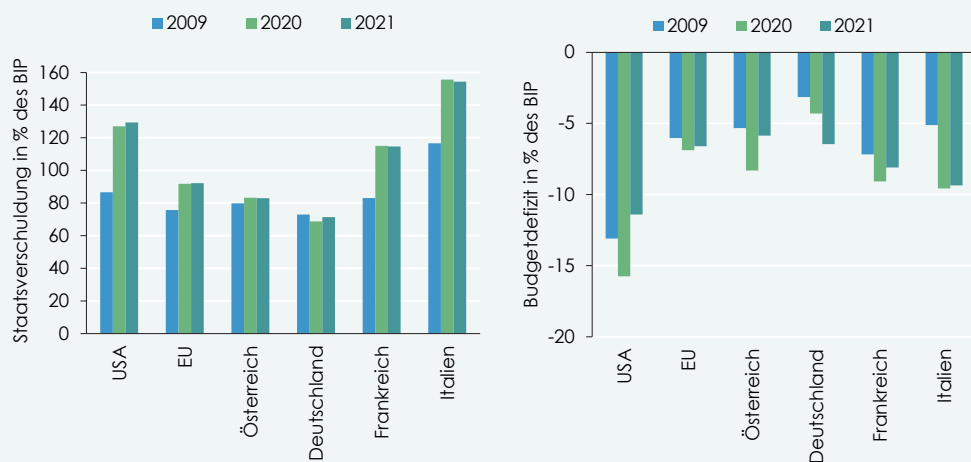


Privater Konsum, nominell, saisonbereinigt



Q: Macrobond, OECD.

**Abbildung 4: Budgetdefizit und Staatsverschuldung im internationalen Vergleich**



Q: Macrobond; Europäische Kommission, AMECO. 2021: Prognose.

In diesem Umfeld von Konjunkturerholung, Inflation und Unsicherheit kreist die wirtschaftspolitische Debatte in Europa seit 2021 hauptsächlich um drei Themen. Die Europäische Zentralbank hatte 2021, das Federal Reserve Board der USA bereits 2020 einen geldpolitischen Strategiewechsel verkündet, wonach vorübergehend auch Inflationsraten von über 2% toleriert werden (Kapitel 2). Während die geldpolitische Ausrichtung somit erst vor kurzem revidiert wurde, steht eine wichtige Diskussion zum fiskalpolitischen Regelwerk der EU – dem Stabilitäts- und

Wachstumspakt – erst bevor. Die Fiskalregeln und die Maastricht-Kriterien bedürfen nicht zuletzt aufgrund der stark gestiegenen Staatsverschuldung im Euro-Raum (Abbildung 4), aber auch wegen schon länger bekannter anderer Probleme einer Revision. Die aktuelle Diskussion dazu wird in Kapitel 3 skizziert. Abschließend werden entscheidende, 2021 gesetzte Schritte zur Umsetzung der Aufbau- und Resilienzfähigkeit, der wichtigsten Komponente des Aufbauplans NextGenerationEU, erläutert (Kapitel 4).

## 2. Neue geldpolitische Strategie der EZB

Die Ergebnisse einer rezenten Überprüfung der EZB-Strategie werden die europäische Geldpolitik in den nächsten Jahren maßgeblich mitbestimmen.

2021 wurde eine lang erwartete Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB abgeschlossen, deren Ergebnisse die Praxis der europäischen Geldpolitik in den kommenden Jahren bestimmen werden. Die EZB leitete diese erneute Überprüfung vor dem Hintergrund von Veränderungen des allgemeinen makroökonomischen Umfeldes in den letzten zwei Jahrzehnten und der begleitenden Diskussionen ein. Das erste und vorrangige Ziel der EZB ist gemäß Art. 127, Abs. 1 und Art. 282, Abs. 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) die Preisstabilität. Seit der letzten Überprüfung im Jahr 2003 hatte die EZB die Preisstabilität quantitativ durch ein Inflationsziel von "unter, aber nahe 2%" definiert.

Die Ergebnisse der rezenten Überprüfung wurden am 8. Juli 2021 veröffentlicht und enthalten vor allem eine nähere Bestimmung des Inflationsziels. Das Inflationsziel der EZB beträgt nun genau 2% und ist symmetrisch zu verstehen, d. h. positive und negative Abweichungen von diesem Ziel sind gleichermaßen unerwünscht. Die Geldpolitik ist damit nunmehr auf das Erreichen von Preisstabilität auf mittlere Sicht ausgerichtet. Die neue Zielsetzung ermöglicht es der EZB, kurzfristige geldpolitische Straffungsentscheidungen nach voraussichtlich vorübergehenden Preisänderungen zu vermeiden. Dies soll auch sicherstellen, dass die EZB in ihren Reaktionen über ausreichende zeitliche Flexibilität verfügt, um Schocks und deren voraussichtliche Dauer zu beurteilen.

Die Überprüfung 2021 führte auch den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit ein, definierte die Finanzstabilität als ausdrückliches Ziel geldpolitischer Entscheidungen und verwies darauf, dass auch der Klimawandel bei der Analyse des makroökonomischen Umfeldes und bei geldpolitischen Erwägungen berücksichtigt werden kann und soll. Weiters wurde die Bedeutung von Immobilienpreisen in der Inflationsberechnung unterstrichen – ein begrüßenswerter Schritt, da eine Unterschätzung der Wohnungspreisentwicklung im Verbraucherpreisindex zu einem Auseinanderklaffen der statistisch berichteten Inflation und der durch die Verbrauche-

rinnen und Verbraucher empfundenen Teuerung führt.

Das Hauptziel dieses neuen Ansatzes besteht darin, die Inflationserwartungen auf dem Markt bei 2% zu verankern. Die frühere Definition des Ziels ("nahe, aber unter 2%") ließ eine Straffung der Geldpolitik durch die EZB erwarten, sobald die Inflation auf 2% stieg. Phasen mit einer Inflation von unter 2% wurden somit häufiger erwartet als Zeiten, in denen die Inflation über dem Zielwert liegt. Dies führte logischerweise dazu, dass sich die Inflationserwartungen auf ein Niveau von unter 2% einstellten. Die neue Definition sollte die Erwartungen mittelfristig in Richtung 2% erhöhen.

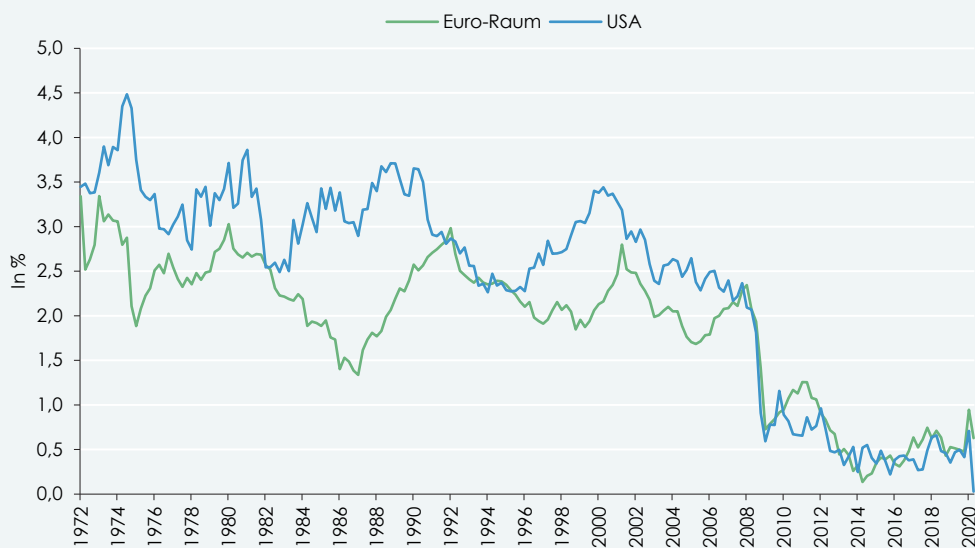
Eine Überarbeitung des Inflationsziels war notwendig geworden, damit die Geldpolitik den Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld in den letzten Jahrzehnten und insbesondere dem Rückgang des natürlichen Zinssatzes besser Rechnung tragen kann. In einem Umfeld mit einem sehr niedrigen natürlichen Zinssatz (Gleichgewichtszins) und einer niedrigen Inflation besteht möglicherweise nicht genügend geldpolitischer Spielraum, um die Leitzinsen in Reaktion auf eine Konjunkturabschwächung zu senken. Der natürliche Zinssatz ging in den vergangenen Jahrzehnten sowohl in den USA als auch im Euro-Raum merklich zurück (Abbildung 5), wie Holston et al. (2017) betonen. Dieser Rückgang kann auf eine Reihe von Faktoren zurückgeführt werden: die Verlangsamung des Produktivitätswachstums, demografische Verschiebungen und Schuldenabbauprozesse. Nach der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 war der natürliche Zinssatz sogar negativ.

Die Notenbank der USA hatte bereits im August 2020 eine aktualisierte Strategie veröffentlicht. Aus ähnlichen Gründen wie die EZB konzentrierte sich die Federal Reserve auf die Bedeutung eines Inflationsziels von 2%. Sie wählte jedoch ausdrücklich einen Ansatz, der als "Average Inflation Targeting" (AIT) bezeichnet wird. Er besagt, dass auf Zeiten, in denen die Inflation unter dem Zielwert liegt, Phasen folgen, in denen das

Gegenteil der Fall ist. Die Federal Reserve ist also explizit bestrebt, Perioden mit niedriger Inflation durch die vorübergehende Tolerierung einer höheren Inflation auszugleichen, indem sie praktisch einen Preisniveauniveau umsetzt und somit einen Ansatz der histori-

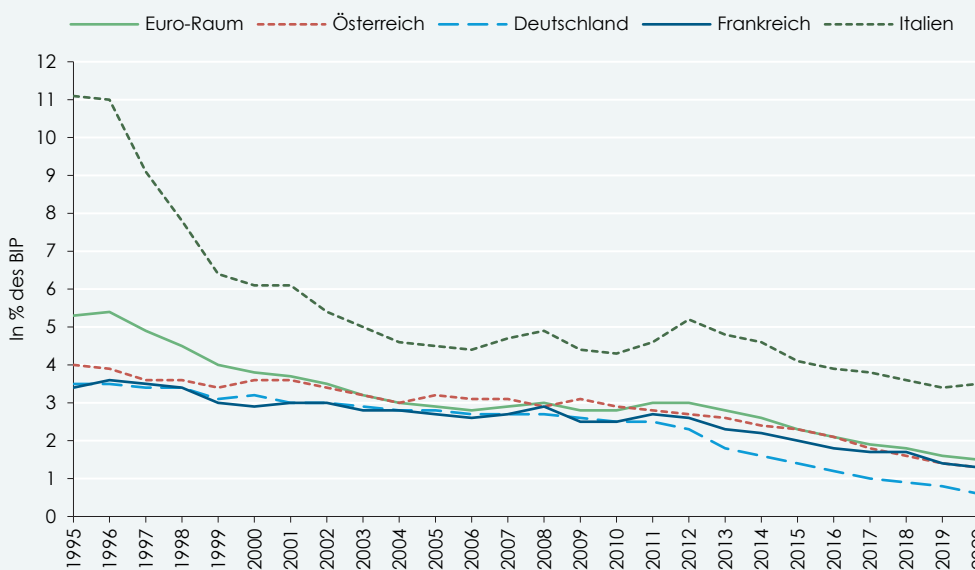
sehen Abhängigkeit verfolgt. Das Mandat der Federal Reserve wird auch dadurch gestärkt, dass nicht nur die Preisstabilität, sondern zugleich ausdrücklich ein Höchstmaß an Beschäftigung angestrebt wird.

Abbildung 5: **Entwicklung des natürlichen Zinssatzes in den USA und im Euro-Raum**



Q: Federal Reserve Bank of New York. Methodologie nach Holston et al. (2017).

Abbildung 6: **Zinszahlungen des Staates**



Q: Eurostat.

Die europäische Geldpolitik unterstützte nach Ausbruch der COVID-19-Krise schnell und zielgerichtet die Wirtschaft des Euro-Raumes. Nach anfänglichen Turbulenzen Ende Februar und Anfang März 2020 führte die expansive Ausgestaltung des Pandemie-

Notfallankaufsprogrammes (PEPP) zur Stabilisierung der Finanzmärkte, die durch die Flexibilität des Programmes bezüglich der Dauer, der Anlageklasse und der Aufteilung der Anleihenkäufe auf die Mitgliedsländer abgesichert wurde. Eine Abweichung vom

EZB-Kapitalschlüssel erlaubte es, überproportional jenen Ländern zu helfen, die besonders hart von der COVID-19-Pandemie getroffen worden waren, und berücksichtigte damit die Heterogenität des Euro-Raumes. Die Effizienz des Programmes wurde durch die Interaktion mit der expansiven Fiskalpolitik und den verschiedenen wirtschaftspolitischen Hilfsmaßnahmen der Mitgliedsländer noch erhöht.

Die hohen Inflationsraten, aber auch die Notwendigkeit eines vorsichtigen Ausstiegs aus der lockeren Geldpolitik stellen 2022 eine Herausforderung für die Zentralbanken dar. Die Entwicklung der Inflation und vor allem die Inflationserwartungen werden

entscheidend dafür sein, wie rasch die Stützungsprogramme zurückgefahren und die Zinssätze angehoben werden. Ausschlaggebend für das weitere Vorgehen der EZB wird auch die mittelfristige Inflationsprognose sein – die Geldpolitik soll nur dann gestrafft werden, wenn die prognostizierten Inflationsraten mittelfristig über dem 2%-Ziel liegen. Falls dagegen nur kurzfristig mit hohen Inflationsraten zu rechnen ist und die Teuerung vor allem angebotsseitig durch hohe Energie- und Transportkosten sowie Lieferkettenprobleme getrieben wird, wäre eine kräftige Anhebung der Leitzinsen der falsche Zugang, da dadurch nur die Gesamtnachfrage und somit der Wirtschaftsaufschwung gedämpft würde.

### 3. Reform der Fiskalregeln

**Eine zentrale Reformdiskussion kreist um die künftige Architektur der Europäischen Währungsunion und die Zukunft des Stabilitäts- und Wachstumspaktes.**

Eine weitere zentrale Frage ist die Zukunft der Architektur der Europäischen Währungsunion und des Regelwerks des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Die Europäische Kommission hat bereits 2019 Gespräche über eine Reform dieses wirtschaftspolitischen Rahmens aufgenommen. Die COVID-19-Pandemie veränderte das wirtschaftspolitische Umfeld und führte zur Aktivierung der Ausstiegsklausel aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie zur Aussetzung der regelmäßigen Mitteilungen im Rahmen des Europäischen Semesters und der länderspezifischen Empfehlungen. Die Aussetzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wurde mittlerweile um das Jahr 2022 verlängert, so dass die Maastricht-Kriterien für Schulden und Defizite erneut nicht bindend sind. Die Debatte über die Reform des allgemeinen fiskalischen Rahmens hält jedoch an und sollte auch im Zentrum der französischen EU-Ratspräsidentschaft stehen, die am 1. Jänner 2022 begonnen hat.

**Von zentraler Bedeutung für die Diskussion über die Zukunft des europäischen wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens und der Fiskalregeln ist die Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds in den letzten Jahrzehnten.**

Der ursprüngliche Gedanke hinter den fiskalischen Regeln war, dass angesichts der gemeinsamen Geldpolitik eine starke Divergenz in der Verschuldung der Mitgliedsländer die Stabilität der gesamten Wirtschafts- und Währungsunion gefährden kann. Durch die Festlegung von Regeln zur Begrenzung von Schulden und Defiziten versuchte die ursprüngliche Maastricht-Architektur, Schuldenkrisen zu verhindern. Es besteht jedoch ein breiter Konsens darüber, dass die Maastricht-Regeln ihr Ziel nicht vollständig erfüllt haben (Benassy-Quere et al., 2017), vor allem was den Schuldenabbau in der EU-Peripherie anbelangt. Das umfassende Regelwerk besteht aus zwei Verträgen, zehn Verordnungen, einer Richtlinie und einer Mitteilung, ist übermäßig komplex und wurde im Laufe der Jahre mehrfach geändert. Die Vorgaben lassen sich in den Mitgliedsländern nur schwer mit dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (Excessive Deficit Procedure – EDP) durchsetzen (European Fiscal Board, 2019). In Krisenzeiten schränken

die Maastricht-Regeln zudem die Möglichkeiten der Euro-Länder ein. So erschwerten sie etwa während der Euro-Schuldenkrise eine antizyklische Fiskalpolitik zur Ankurbelung der Wirtschaft.

Als der Stabilitäts- und Wachstumspakt und die Maastricht-Kriterien Ende der 1980er- und in den 1990er-Jahren ausgearbeitet wurden, waren die langfristigen Realzinsen, die näherungsweise den Gleichgewichtszinsen entsprechen, deutlich höher. Die Schwellenwerte der Maastricht-Kriterien – ein jährliches Haushaltsdefizit von höchstens 3% des BIP und eine Schuldengrenze von 60% des BIP – wirken zudem etwas willkürlich und spiegeln lediglich die Durchschnittswerte der beiden Indikatoren in den damaligen EU-Mitgliedsländern zur Zeit der Formulierung wider (Buti & Gaspar, 2021). Da sich sowohl das Zins- als auch das Schuldenniveau seither erheblich verändert haben, könnte über eine Revision der Grenzwerte nachgedacht werden, da niedrige Gleichgewichtszinssätze bei gegebenem Primärüberschuss höhere Schuldenstände tragbar machen.

Die Gleichgewichtszinssätze sind in den letzten drei Jahrzehnten erheblich gesunken (Abbildung 5). Der Gleichgewichtszinssatz ist der reale Zinssatz, der mit dem Produktionspotential der Volkswirtschaft bei Vollbeschäftigung übereinstimmt. In dieser hypothetischen Situation sollte die Sekundärmarktrendite für 10-jährige Staatsanleihen dem Gleichgewichtszinssatz und die Inflation dem Inflationsziel entsprechen. Ein niedriger realer Gleichgewichtszinssatz ist im Allgemeinen ein Zeichen für eine schwache Gesamtnachfrage in der Wirtschaft und zeigt, dass die Ersparnisse die Investitionen übersteigen. In einer solchen Situation kann sich die Wirtschaft in einer längeren Phase der strukturellen Stagnation befinden, wie von Hansen (1939) und in jüngerer Zeit von Summers (2014) postuliert.

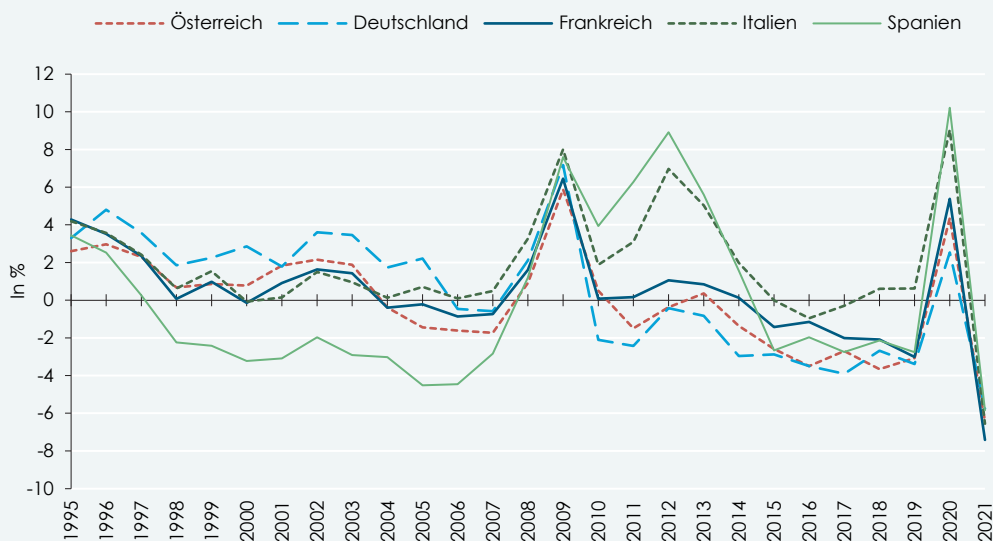


Der langfristige Rückgang der realen Gleichgewichtszinssätze ist auf eine Reihe von Ursachen zurückzuführen und lässt sich daher kaum durch konjunkturelle Faktoren oder spezifische Ereignisse, wie die globale Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise oder die COVID-19-Pandemie, erklären. Dazu zählen:

- demografische Veränderungen,
- ein geringes Produktivitätswachstum und
- eine wachsende Ungleichheit.

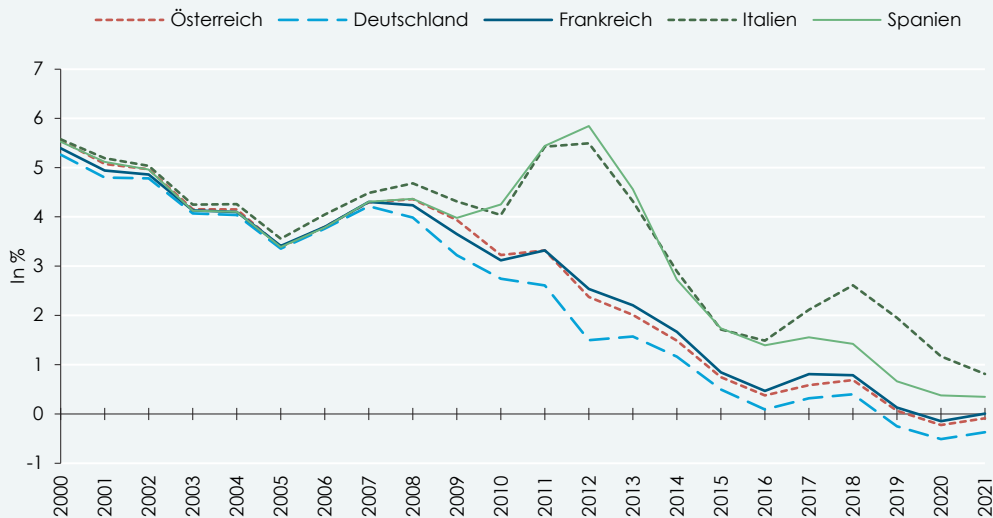
Diese strukturellen Faktoren trugen sämtlich zum Rückgang des neutralen realen Zinssatzes bei und drückten diesen unter die BIP-Wachstumsrate. Der Rückgang des Zinsniveaus lässt sich an der Entwicklung der realisierten Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen ablesen, die zur Approximation der langfristigen Zinssätze dienen kann (Abbildung 8).

Abbildung 7: **Zinsdifferenziale im internationalen Vergleich**



Q: Macrobond; OECD, Main Economic Indicators; Europäische Kommission, AMECO. Berechnung: 10-jährige Sekundärmarktrenditen minus Wachstumsraten des nominellen BIP.

Abbildung 8: **Sekundärmarktrenditen auf 10-jährige Staatsanleihen im internationalen Vergleich**



Q: Macrobond, Eurostat.

**Je niedriger der neutrale Zinssatz und der aktuelle Zinssatz im Vergleich zur Verschuldung sind, desto höher kann das Defizit sein, ohne dass sich die Tragfähigkeit der Verschuldung verschlechtert.**

Wenn der Gleichgewichtszinssatz  $r$  geringer ist als das reale Wirtschaftswachstum  $g$  (Abbildung 7), so nimmt der fiskalpolitische Spielraum zu, da in dieser Situation ein Primärdefizit ausgewiesen werden kann, ohne dass die Schuldenquote steigt. Dies hat wichtige Implikationen für die Schuldendynamik und die Tragfähigkeit der Verschuldung. Letztere ergibt sich rechnerisch aus einer Kombination des Mittelwertes und der Varianz des neutralen Zinssatzes, der BIP-Wachstumsrate und des Primärsaldos. Je niedriger der neutrale Zinssatz und der aktuelle Zinssatz im Vergleich zur Verschuldung sind, desto niedriger kann der Primärsaldo bzw. desto höher kann das Defizit sein, ohne dass sich die Tragfähigkeit der Verschuldung verschlechtert. Dies eröffnet einen größeren fiskalpolitischen Spielraum für öffentliche Investitionen, die Kosten der öffentlichen Verschuldung werden geringer und der Nutzen höher. Öffentliche Investitionen sollten jedoch nach wie vor auch nach ihrem Nutzen für den Wohlstand und nach den potentiellen künftigen Steuereinnahmen beurteilt werden. Ein Umfeld von  $r < g$  lässt mehr öffentliche Investitionen als sinnvoll erscheinen, vor allem wenn sie entscheidend und notwendig sind, um große Herausforderungen wie beispielsweise den Klimawandel zu bewältigen. Neben langfristigen Investitionen sind öffentliche Investitionen in einem solchen Niedrigzinsumfeld auch im Hinblick auf die makroökonomische Stabilität sinnvoller.

Dies gilt insbesondere dann, wenn der Gleichgewichtszinssatz nahe an der unteren Nullgrenze (Zero Lower Bound) liegt. Da die Geldpolitik den erforderlichen neutralen Zinssatz dann nicht angemessen widerspiegeln kann, fällt die Last der wirtschaftlichen Stabilisierung der Fiskalpolitik zu. In dieser Situation ist die Fiskalpolitik aufgrund höherer Fiskalmultiplikatoren wirksamer als unter normalen Umständen.

Eine erfolgreiche Reform der Fiskalregeln sollte mindestens drei schwer miteinander vereinbare Kriterien erfüllen. Erstens müssen die Fiskalregeln eine antizyklische Wirkung aufweisen, d. h. in Zeiten einer Rezession eine expansive Fiskalpolitik erlauben – insbesondere dann, wenn der nominelle Zinssatz an der unteren Nullgrenze liegt. Sie müssen aber zugleich langfristig und glaubwürdig einen stetigen Rückgang der Schuldenquoten sicherstellen. Zweitens müssen im Zuge einer solchen Reform Anreize für die EU-Mitgliedsländer und die Europäische Kommission zur Einhaltung und Durchsetzung der Regeln geschaffen werden. Und drittens müssen die Fiskalregeln politisch durchsetzbar sein – ein Punkt, der in den letzten Jahren jegliche Fortschritte in der Reformdiskussion verhindert hat.

Übersicht 1 zeigt eine exemplarische Zusammenstellung einiger Vorschläge zur Reform

der Fiskalregeln. Die wichtigsten Streitpunkte in dieser Debatte betreffen folgende Fragen:

- Soll eine automatische Regel zur verbindlichen jährlichen Reduktion des Schuldenstandes formuliert werden, wie etwa die aktuelle Bestimmung, jährlich ein Zwanzigstel der Schulden abzubauen?
- Sollen die Fiskalregeln Ausnahmen für spezifische Ausgaben, wie etwa "grüne" Investitionen, und damit eine Unterscheidung zwischen "guten" und "schlechten" Ausgaben vorsehen?
- Sollen die Fiskalregeln länderspezifisch sein oder für alle Länder gelten?
- Soll zwischen Notausgaben und strukturellen Ausgaben unterschieden werden?
- Soll ein Anpassungspfad zur Kompensation früherer Defizitüberschreitungen vorgesehen werden, womit Länder für übermäßige Defizite in der Vergangenheit bestraft würden? Soll es dabei Ausnahmen geben?
- Soll eine Ausgabenregel formuliert werden, d. h. eine Obergrenze für das Wachstum der Primärausgaben?
- Sollen Schulden der EU-Mitgliedsländer vergemeinschaftet werden (European Safe Asset)?
- Soll eine gemeinsame Fiskalinstitution geschaffen werden?
- Sollen die Maastricht-Obergrenzen für die bestehende Verschuldung und das Defizit angehoben werden?

Drei spezifische Reformvorschläge haben in den letzten Monaten besonders an Bedeutung gewonnen. Giavazzi et al. (2021) entwickelten einen Zwei-Säulen-Vorschlag zur Überarbeitung der bestehenden Fiskalregeln und zur Einrichtung einer neuen Europäischen Schuldenagentur, die einen Teil der durch die COVID-19-Pandemie bedingten Schulden aufnehmen soll. Als erste Säule wird vorgeschlagen, die Fiskalregeln anzupassen und eine Obergrenze für die Wachstumsrate der Primärausgaben festzulegen. Dieser Schwellenwert würde so berechnet, dass langfristig (auf 10 Jahre) eine bestimmte, vorher festgelegte Senkung der Schuldenquote erreicht wird. Bei diesem Ansatz wird der bestehende Schuldenstand in zwei Teile aufgeteilt – einen, der schneller und einen, der langsamer abgebaut werden sollte, wobei die Anpassungsgeschwindigkeit des schneller abzubauenden Teils höher ist. Bei dem sich langsamer adaptierenden Teil handelt es sich um Schulden, die aufgrund außergewöhnlicher Umstände oder spezifischer, im Voraus festgelegter politischer Ziele der EU aufgenommen wurden, entweder in einmaligen Krisen wie der COVID-19-Krise, oder aufgrund langfristiger Investitionen, etwa im Rahmen des Green Deal.

## Übersicht 1: Vorschläge zur Reform der Fiskalregeln

	Vorschlag
Feld et al. (2018)	Einführung einer Obergrenze für das jährliche bereinigte nominelle Ausgabenwachstum. Strukturelle Defizitregel für das mittelfristige Ziel durch ein Mehrzweck-Anpassungskonto ("Erinnerung" in der Haushaltsregel, um über den Konjunkturzyklus hinweg einen nahezu ausgeglichenen Haushalt zu erreichen). Vorgegebene Schuldenquote als langfristige Obergrenze, die mit einem Schuldenkorrekturfaktor erreicht wird ("Erinnerung" in der Haushaltsregel, um frühere übermäßige Ausgaben auszugleichen).
European Fiscal Board (2019)	Einfaches langfristiges Ziel für das Verschuldungsniveau. Einfache Regel für das Wachstum der Nettoausgaben; Differenzierung der Anpassungsraten für den Abbau der Staatsverschuldung zwischen den Ländern.
Giavazzi et al. (2021)	Zwei-Säulen-Vorschlag zur Überarbeitung der bestehenden Fiskalregeln sowie Einrichtung einer Europäischen Schuldenmanagement-Agentur, die einen Teil der pandemiebedingten Schulden aufnehmen soll. Anpassung der Fiskalregeln zur Festsetzung einer maximalen Wachstumsrate der staatlichen Primärausgaben. Die Haushaltsanpassung sollte als jährlicher Pfad zum Schuldenabbau festgelegt werden, wobei die Schulden in einen Teil, der schneller abgebaut wird, und einen Teil, der langsamer abgebaut werden kann, aufgeteilt werden (Schulden durch die COVID-19-Krise und Schulden für EU-Prioritäten wie etwa den Green Deal). Auslagerung eines Teils der Schulden der EU-Mitgliedsländer in eine neu geschaffene Europäische Schuldenmanagement-Agentur mit dem Ziel, den Zinsaufwand für die gesamte EU zu senken und die Arbeit der EZB auf den Staatsanleihenmärkten zu unterstützen.
Francová et al. (2021)	Zwei-Säulen-Konzept, das eine Obergrenze für das Haushaltsdefizit von 3% sowie einen Referenzwert für den gesamtstaatlichen Schuldenstand von 100% vorsieht und eine Ausgabenregel enthält. Ausgabenobergrenzen, die sich am Trendwachstum orientieren, würden an die Stelle der bestehenden mittelfristigen Ziele treten, die in Form eines strukturellen Saldos ausgedrückt werden. Das Wachstum der Staatsausgaben sollte das Potential- oder Trendwachstum nicht übersteigen.
Blanchard et al. (2021)	Verzicht auf fiskalische Regeln sowie Defizit- und Schuldenschwellen, stattdessen Einführung einer länderspezifischen Schuldentragfähigkeitsanalyse (Debt Sustainability Analysis – DSA), einer Art von Standard für verschiedene Länder, und begleitender Schuldenabbaupläne, die auf jedes Mitgliedland zugeschnitten sind.
Martin et al. (2021)	Länderspezifische Schwellenwerte für die Schuldentragfähigkeit und mittelfristiges Verschuldungsziel; Abschaffung der allgemeinen Schwellenwerte für den Schuldenstand (60% des BIP) und das Defizit (3% des BIP). Ausgabenregel für die Entwicklung der nominellen Primärausgaben.

Q: WIFO-Zusammenstellung.

In der zweiten Säule des Vorschlags wird der Plan erörtert, einen Teil der Schulden der Mitgliedsländer auf eine neu geschaffene Europäische Schuldenmanagement-Agentur zu übertragen, um die Kosten der Verschuldung für die gesamte EU zu senken und die Arbeit der EZB auf den Schuldenmärkten zu unterstützen. In zahlreichen Diskussionen wurde das Fehlen einer zentralen fiskalischen Institution, die auf Euro lautende sichere Staatsanleihen ausgeben könnte, als einer der Hauptmängel der Architektur des Euro-Raumes bezeichnet. Die vorgeschlagene Europäische Schuldenmanagement-Agentur würde eine solche Institution umfassen, um die große Nachfrage nach staatlichen, auf Euro lautenden sicheren Vermögenswerten zu befriedigen. Die Verlagerung eines Teils der Schulden auf die neu geschaffene Agentur würde nicht nur die Schuldenkosten senken, sondern auch die Tragfähigkeit des bestehenden Schuldenbestandes erhöhen und die EZB bei der künftigen Verkürzung ihrer Bilanz zusätzlich unterstützen.

Die neue Agentur würde einen Teil der Staatsanleihen der Mitgliedsländer aufkaufen und diese Käufe durch gemeinsame neue Schulden der Agentur finanzieren. Die Agentur kann die Anleihen des jeweiligen Mitgliedslandes annullieren und sie durch einen jährlichen Beitrag zum künftigen Haushalt der Agentur ersetzen, der zur Begleichung der Kosten für die Verwaltung der gemeinsamen Schulden dient, wobei das Verhältnis der Schulden zum BIP des betroffenen

Mitgliedslandes gleichbleibe. Der jährliche Beitrag würde sich nach dem für die Finanzierung der Agentur erforderlichen Zinssatz, der BIP-Wachstumsrate des Mitgliedslandes (um einen antizyklischen Charakter der Beiträge zu gewährleisten) und dem Schuldenstand der Agentur im Verhältnis zum BIP richten. Das Gesamtvolumen der von der Agentur aufgekauften Anleihen würde den während der COVID-19-Krise aufgelaufenen Schulden entsprechen. Die Vorteile der Emission bestünden darin, dass die Wertpapiere aufgrund einer Sicherheits- und Liquiditätsprämie zu den günstigsten Konditionen gehandelt und somit zu den sichersten im Euro-Raum zählen würden. Eine unmittelbare Auswirkung wäre die Verringerung der für die Fiskalregeln und die Maastricht-Kriterien relevanten Staatsschuld, ähnlich wie schon jetzt die Zuschüsse aus dem Aufbauplan NextGenerationEU nicht das Defizit der Mitgliedsländer erhöhen, obwohl sie teilweise durch deren künftige Beiträge an die EU zurückfließen.

Der Vorschlag von Francová et al. (2021) fokussiert auf eine Anhebung des Referenzwertes für die maximale Schuldenquote von 60% auf 100% des BIP und die Einführung einer Ausgabenregel, während der Grenzwert von 3% für die jährliche Neuverschuldung beibehalten werden soll. Die Ausgabenregel soll die derzeit geltenden mittelfristigen Schuldenreduktionsziele ersetzen, indem eine Obergrenze für das Ausgabenwachstum festgelegt wird, die sich am BIP-Trendwachstum orientiert. Das Tempo des

Schuldenabbau soll für Länder, deren Schuldenstand bei über 100% ihres BIP liegt, weiterhin ein Zwanzigstel der erforderlichen Anpassung pro Jahr betragen. Der Grund für die Anhebung der höchstzulässigen Schuldenquote ist der strukturell rückläufige Trend des Zinsniveaus, der, wie bereits erwähnt, durch den Rückgang der langfristigen Gleichgewichtszinsen bedingt ist. In einem Niedrigzinsumfeld kann ein höherer Schuldenstand bei der vorgesehenen Defizitgrenze von 3% und einer prognostizierten nominellen Wachstumsrate von 3% bequem bedient werden, da das erwartete Trendwachstum von 1% und das Inflationsziel von 2% nun niedriger sind. Ein solcher höherer Referenzwert für den Schuldenstand im Verhältnis zum BIP ist unter dem Gesichtspunkt einer verstärkten Nachfrage nach Staatsanleihen auf dem Markt sinnvoll und spiegelt auch die derzeitige höhere Staatsverschuldung in der EU wider. Nach Ansicht von Francová et al. (2021) würde eine Anhebung des Grenzwertes die Glaubwürdigkeit der fiskalpolitischen Regeln erhöhen, wogegen ein Festhalten an der ursprünglichen Schuldenobergrenze von 60% des BIP und ein Abbau in Richtung dieses Referenzwertes in vielen EU-Ländern unrealistische Schuldenanpassungen erfordern würden.

Darüber hinaus sollte ein neuer Fiskalrahmen laut Francová et al. (2021) eine jährliche Ausgabenobergrenze enthalten, die besagt, dass das Wachstum der Staatsausgaben nicht höher sein darf als das Potential- oder Trendwachstum. Eine solche Ausgabenregel würde als implizite Schuldenbremse fungieren und dürfte somit die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewährleisten. Nur jene Länder, deren Schuldenquote bei über 100% des BIP liegt, müssten einen zusätzlichen mittelfristigen Anpassungspfad beschreiten und einen Plan für die Primärsalden aufstellen, um mittelfristig das Referenzniveau zu erreichen. Dieser Anpassungspfad kann jedoch bei einem schweren Wirtschaftsabschwung vorübergehend ausgesetzt werden, wenn die Ausgabenregel die einzige verbindliche Vorgabe ist. Bei einem Verstoß gegen die Regeln (die 3%-Defizitgrenze, die jährliche Ausgabenobergrenze oder den Anpassungspfad für den Primärsaldo) kann ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (Excessive Deficit Procedure – EDP) eingeleitet werden. Selbst falls kein Verfahren eingeleitet wird, soll durch die Dokumentation des Regelverstoßes in einem Anpassungskonto eine Kompensation festgelegt werden, durch die frühere Verstöße in wirtschaftlich besseren Zeiten ausgeglichen werden.

Der Reformvorschlag von Francová et al. (2021) besticht durch die leicht verständliche Formulierung und die minimale Anpassung bestehender Regeln, ohne dem Regelwerk neue Klauseln hinzuzufügen. Zudem trägt er dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld

teilweise Rechnung. Aus all diesen Gründen eignet er sich für die politische Praxis.

Martin et al. (2021) argumentieren für eine Abschaffung der für sie willkürlich festgelegten Schwellenwerte für den Schuldenstand (60% des BIP) und das Defizit (3% des BIP), da sie einer analytischen Begründung ermangeln würden und ihre Einhaltung für eine Reihe von EU-Ländern derzeit fast unmöglich sei. Diese Abschaffung sollte nach Ansicht der Autoren ohne eine Änderung des Vertrags der Arbeitsweise der EU (AEUV) möglich sein, da die Schwellenwerte in den Anhang (Protokoll 12 des AEUV) eingebettet sind. Weiters wird argumentiert, dass die Schwellenwerte für die Schuldentragfähigkeit nur länderspezifisch berechnet werden können, da sie hauptsächlich von der Differenz zwischen dem Gleichgewichtszinssatz und der realen Wachstumsrate sowie von der Fähigkeit und Bereitschaft des jeweiligen Landes abhängen, ein bestimmtes Niveau des Primärüberschusses zu halten. Martin et al. (2021) schlagen daher vor, dass jedes Land ein mittelfristiges Verschuldungsziel festlegt, das auf einer Bewertung durch die unabhängigen nationalen Fiskalräte beruht und dann von der EU gebilligt wird, wobei der maximale Primärsaldo und die Risiken für das Zins-Wachstumsraten-Differential berücksichtigt werden. Nachdem ein Schuldenziel festgelegt worden ist, soll eine Ausgabenregel dafür sorgen, dass die Entwicklung der nominellen Primärausgaben mit dem Schuldenziel vereinbar ist. Damit käme dem Schuldenabbau eine höhere Priorität zu als dem Defizit. Martin et al. (2021) lehnen eine goldene Regel zwar an sich ab, räumen aber ein, dass die unabhängigen Fiskalräte einige Investitionen als langfristig produktionssteigernd bewerten könnten. Darüber hinaus erkennen die Autoren einen Bedarf an einem zukünftigen Finanzinstrument (ähnlich NextGenerationEU) zur Finanzierung spezifischer öffentlicher Investitionsprogramme der EU unter Verwendung von Schulden, aber ohne Rückgriff auf einen europäischen Haushalt.

Eine wichtige Rolle sollen laut Martin et al. (2021) gestärkte nationale Fiskalräte und der Europäische Fiskalrat spielen. Diese Institutionen sollen die Schuldentragfähigkeit bewerten und den Mitgliedsländern Leitlinien zur Umsetzung der nationalen Haushaltsregeln an die Hand geben. Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (EDP) soll für Situationen bestehen bleiben, in denen ein eindeutiger Verstoß gegen die vorher festgelegte Ausgabenregel vorliegt, und die Sanktionen sollen glaubwürdiger gestaltet werden. Ähnlich wie im Vorschlag von Francová et al. (2021) soll ein Anpassungskonto eingeführt werden, um eine Kompensation vergangener übermäßiger Ausgaben sicherzustellen und über das künftige Ausgabenverhalten vergangene Versäumnisse auszugleichen.

## 4. NextGenerationEU

Die EU folgte 2020 bereits in den ersten Monaten der COVID-19-Pandemie dem Vorschlag der Europäischen Kommission, einen zeitlich befristeten europäischen Aufbaufonds einzurichten. NextGenerationEU (NGEU) soll in den kommenden Jahren eine vollständige Erholung von der COVID-19-Krise gewährleisten und verhindern, dass die Krise zu dauerhaften Entwicklungsunterschieden zwischen den Mitgliedsländern führt. NextGenerationEU zielt darauf ab, die durch die COVID-19-Pandemie entstandenen wirtschaftlichen und sozialen Schäden zu beheben, einige der strukturellen Probleme der EU-Volkswirtschaften anzugehen und eine raschere "grüne" und digitale Transformation zu erreichen. NGEU basiert zum Teil auf den seit langem geführten Diskussionen über die Notwendigkeit, die EU-Mechanismen zur Bewältigung von Wirtschaftskrisen und die Architektur der Europäischen Währungsunion zu verbessern und zu optimieren.

Im Juli 2020 einigten sich die EU-Führungsspitzen auf ein Paket, in dessen Mittelpunkt die Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) steht. Sie soll die wirtschaftliche und soziale Erholung von der COVID-19-Krise erleichtern, die europäischen Volkswirtschaften und Gesellschaften widerstandsfähiger machen und sie besser für die Herausforderungen und Chancen des bevorstehenden "grünen" und digitalen Wandels rüsten. Im Detail verfolgt die RRF vier Prioritäten: intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum, sozialen und territorialen Zusammenhalt, gesundheitliche, wirtschaftliche und institutionelle Nachhaltigkeit sowie Maßnahmen für die nächste Generation. Die Ausschüttung von Finanzmitteln im Rahmen der RRF ist an strukturelle Investitionen und Reformen gekoppelt, deren Umsetzung anhand spezifischer Meilensteine und Ziele überprüft wird. Anfang 2022 hatten bereits 26 der 27 EU-Länder entsprechende Aufbau- und Resilienzpläne eingereicht, wovon 22 bereits von der Europäischen Kommission bewilligt wurden<sup>3)</sup>. Zur Finanzierung der RRF wurden in der zweiten

Jahreshälfte 2021 langfristige europäische Anleihen im Wert von über 71 Mrd. € auf den Kapitalmärkten platziert. Die Nachfrage überstieg das Angebot um das 7- bis 14-Fache (Europäische Kommission, 2021b) – ein starkes Signal für das Vertrauen der Anleger in den Euro. Die durchschnittlichen Finanzierungskosten liegen bei 0,14%, was für Mitgliedsländer, die Darlehen aus dem Konjunkturprogramm erhalten, äußerst vorteilhaft ist, da sie direkt vom niedrigen Zinssatz profitieren. Der Zinssatz für 10-jährige italienische Staatsanleihen liegt dagegen bei über 1%. 20 Mitgliedsländer erhielten bereits 2021 RRF-Mittel in Form von Darlehen und Zuschüssen in Höhe von insgesamt 46,4 Mrd. € (Europäische Kommission, 2021b). NGEU verließ über die Diskussion um die EU-Eigenmittel einen großen Schub (Bachtrögler-Unger et al., 2021).

In den 22 bisher genehmigten Aufbau- und Resilienzplänen veranschlagten die Mitgliedsländer fast 40% der vorgesehenen Ausgaben für Klimaschutzmaßnahmen und mehr als 26% für den digitalen Wandel<sup>4)</sup>. Dies übertrifft die vereinbarten Ziele, wonach 37% der RRF-finanzierten Gesamtausgaben für den Klimaschutz und 20% für den Bereich Digitalisierung vorgesehen sind. Nach Schätzungen von Pfeiffer et al. (2021) für die Europäische Kommission entfalten die Investitions- und Reformprogramme der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne nicht nur aufgrund der Effekte umfangreicher öffentlicher Investitionen auf das BIP, sondern auch aufgrund der begleitenden fiskalischen Spillover-Effekte durch die Handelsströme große makroökonomische Wirkungen. Falls die Investitionsvorhaben rasch umgesetzt werden, könnte das reale BIP in der EU 27 2024 um etwa 1,5% höher ausfallen als ohne die Investitionen im Rahmen von NGEU (Pfeiffer et al., 2021). Ein erheblicher Teil dieser BIP-Steigerung ist auf Spillover-Effekte zurückzuführen, was auf die Vorteile eines gemeinsamen Vorgehens hinweist.

Anfang 2022 waren bereits 22 Aufbau- und Resilienzpläne genehmigt. 40% der beantragten Mittel waren für Klimaschutzmaßnahmen und 26% für den digitalen Wandel vorgesehen.

## 5. Literaturhinweise

Bachtrögler-Unger, J., Schratzenstaller, M., & Sinabell, F. (2021). Der europäische COVID-19-Aufbauplan. *WIFO-Monatsberichte*, 94(4), 321-334. <https://monatsberichte.wifo.ac.at/67137>.

Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fuest, C., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B., & Zettelmeyer, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight*, 91.

Blanchard, O. J., Leandro, A., & Zettelmeyer, J. (2021). Redesigning the EU Fiscal Rules: From Rules to Standards. *Economic Policy*, 36(106), 195-236.

Boone, L. (2022, 18. Jänner). *The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance*. ECOSCOPE. <https://oecdecoscope.blog/2022/01/18/the-ea-and-the-us-in-the-covid-19-crisis-implications-for-the-2022-2023-policy-stance/>.

<sup>3)</sup> Der Autor war von Mai bis Dezember 2021 Teil der bulgarischen Übergangsregierung. In der Position des stellvertretenden Premierministers war er für den EU-Fonds zuständig und hat in dieser Rolle den bulgari-

schen Aufbau- und Resilienzplan entwickelt und eingereicht.

<sup>4)</sup> [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/recovery\\_and-resilience-scoreboard/index.html](https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery_and-resilience-scoreboard/index.html) (abgerufen am 4. 3. 2022).

- Buti, M., & Gaspar, V. (2021, 8. Juli). *Maastricht values*. *voxeu.org*. <https://voxeu.org/article/maastricht-values>.
- Constâncio, V. (2018). *Completing the Odyssean journey of the European monetary union. Remarks by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the ECB Colloquium on "The Future of Central Banking"*.
- Europäische Kommission (2021a). *European economic forecast. Autumn 2021*. <https://data.europa.eu/doi/10.2765/199989>.
- Europäische Kommission (2021b). *Semi-annual report on the execution of the NextGenerationEU funding operations pursuant to Article 12 of Commission Implementing Decision C(2021)2502*. COM(2022) 43 final.
- European Fiscal Board (2019). *Assessment of EU fiscal rules, with a focus on the six and two-pack legislation*.
- Feld, L., Schmidt, C., Schnabel, I., & Wieland, V. (2018, 12. September). *Refocusing the European fiscal framework*. *voxeu.org*, CEPR Policy Portal. <https://voxeu.org/article/refocusing-european-fiscal-framework>.
- Francová, O., Hitaj, E., Goossen, J., Kraemer, R., Lenarčič, A., & Palaiodimos, G. (2021). *EU fiscal rules: Reform considerations*. *ESM Discussion Paper*, 17.
- Giavazzi, F., Guerrieri, V., Lorenzoni, G., & Weymuller, C.-H. (2021). *Revising the European Fiscal Framework*. [https://www.omfif.org/wp-content/uploads/2022/01/giavazzi-et-al-reform\\_sqp-final-draft.pdf](https://www.omfif.org/wp-content/uploads/2022/01/giavazzi-et-al-reform_sqp-final-draft.pdf).
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., & Werning, I. (2021). *Monetary Policy in Times of Structural Reallocation*. *BFI Working Papers*, (2021-111).
- Hansen, A. H. (1939). *Economic Progress and Declining Population Growth*. *The American Economic Review*, 29(1), 1-15.
- Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2017). *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants*. *Journal of International Economics*, 108(1), S59-S75. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.01.004>.
- Leandro, A., & Zettelmeyer, J. (2018). *The Search for a Euro Area Safe Asset*. *PIIE Working Paper*, (18-3). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3135456>.
- Martin, P., Pisani-Ferry, J., & Ragot, X. (2021). *Reforming the European Fiscal Framework*. *Conseil d'Analyse Economique*.
- Pfeiffer, P., Varga, J., & Veld, J. in 't. (2021). *Quantifying spillovers of next generation EU investment*. *European Economy Discussion Papers*, 144. <https://data.europa.eu/doi/10.2765/80561>.
- Summers, L. H. (2014, 30. Oktober). *Reflections on the new "Secular Stagnation hypothesis"*. *voxeu.org*. <https://voxeu.org/article/larry-summers-secular-stagnation>.