

Bodo Herzog

Wie resilient ist die Geld- und Fiskalpolitik in der Währungsunion?



Dr. Bodo Herzog

ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der ESB Business School, Reutlingen.

Die Debatte über die Zukunft der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist seit geraumer Zeit omnipräsent (Herzog und Hengstermann 2013). Mit der temporären Aussetzung der europäischen (nationalen) Schuldenregeln bis zum 31. Dezember 2022 ging abermals eine leidenschaftlich geführte Post-Covid-19-Reformdiskussion los. Zu den bisherigen Veränderungsnotwendigkeiten kommen nunmehr die geopolitischen Herausforderungen hinzu. Ist die Stabilität der Währungsunion in Gefahr?

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum haben sich zuletzt durch den Krieg in der Ukraine drastisch verschlechtert. Das Wirtschaftswachstum für das Jahr 2022 wurde auf 2,9% für Europa und 1,8% für Deutschland revidiert (SVR 2022). Die geopolitische Ausgangslage bedingt ferner hohe Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung.

Die derzeit größte Herausforderung in der Währungsunion ist die fulminante Inflationsdynamik (vgl. Abb. 1). Durch die Corona-Pandemie und den Krieg

sind die globalen Lieferketten nach wie vor dysfunktional (Benigno et al. 2022). Ferner belasten die kräftig gestiegenen Energiepreise die weltweite Produktion und Verbraucher. Der Sachverständigenrat rechnet mit einer Inflationsrate von 6,1% im Jahr 2022 (SVR 2022). Inflation oberhalb der Zielmarke von 2% lässt die Inflationserwartungen ansteigen und beeinflusst die Tarifverhandlungen. Damit steigt das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale.

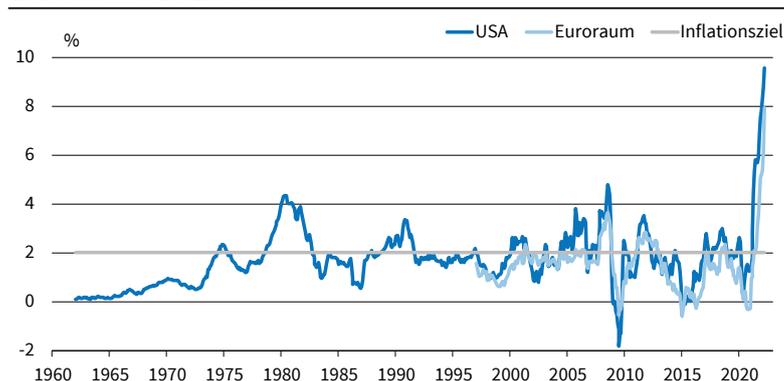
Aufgrund der geopolitischen Lage ist die europäische und deutsche Fiskalpolitik weiterhin expansiv ausgerichtet.¹ Die Wiederherstellung der militärischen Verteidigungsfähigkeit ist dringlich. Allein das in der Zeitenwenderede des Bundeskanzlers angekündigte Sondervermögen für die Bundeswehr in Höhe von 100 Mrd. Euro sowie die dauerhafte Erfüllung des 2%-Ziels der NATO-Länder dürften einen deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung auslösen. Auch der europäische Wiederaufbaufonds wird die Verschuldung der Mitgliedstaaten vergrößern.

Die veränderte geopolitische Ausgangslage beinhaltet mithin Sprengstoff für die Resilienz der Währungsunion. Im Fokus stehen zwei weitere Aspekte. Einerseits das neue »symmetrische« Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Inflationsdynamik dokumentiert einen Glaubwürdigkeitsverlust der EZB, verwoben mit der Erosion des Primärziels in Artikel 127 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Andererseits die Blaupause einer Transformationsstrategie der Euro-Fiskalarchitektur. Die geopolitisch ausgelösten Erweiterungsvisionen werden die Heterogenität in Europa und die Stabilität der Währungsunion dauerhaft tangieren.

GLAUBWÜRDIGE EUROPÄISCHE GELDPOLITIK

Im Jahr 2021 hat die EZB ihre geldpolitische Strategie nahezu unbeobachtet von der Öffentlichkeit ver-

Abb. 1
Inflation in USA und Euroraum



Quelle: FED; OECD.

© ifo Institut

¹ Beschluss EU-Sondergipfel am 10./11. März 2022 in Versailles.

ändert. Zum einen wurde das Inflationsziel auf 2% fixiert. Zuvor galt das Inflationsziel von »unter, aber nahe 2% in der mittleren Frist«. Zum anderen wurde der Passus des »symmetrischen« Inflationsziels hinzugefügt. Das bedeutet, dass eine Inflation von kleiner 2% zukünftig mit Inflationsraten »moderat« oberhalb 2% kompensiert werden können.

Unter dem Eindruck von niedrigen Inflationsraten hat die EZB diesen Strategiewechsel vollzogen. Welche Wirkung ein symmetrisches Inflationsziel bei hoher Inflation hat oder was »moderat« bedeutet, blieb unbedacht. Seit 2021 ist es soweit: Die Inflation liegt deutlich oberhalb von 2% (vgl. Abb. 1). Davor haben Ökonomen früh gewarnt (Sinn 2020).

Die Analyse ist eindeutig. Die Inflation ist nicht nur hoch, sondern längerfristig ein Problem. Das hat mehrere Ursachen. Zum Ersten: die Pandemie. Diese hat ein Angebotsschock ausgelöst und die globale Produktion und Lieferketten gestört. Seither herrscht Knappheit beim Güterangebot, insbesondere bei Zwischenprodukten wie Computerchips und vielen Rohstoffen. Der Hafen-Lockdown in Shanghai ist ein Sinnbild dafür, dass die Pandemie nicht überwunden ist.

Zum Zweiten: die Nachholeffekte auf der Nachfrageseite. Während der Pandemie ging die weltweite Nachfrage stark zurück. Unternehmen und Haushalte bauten hohe Sparguthaben auf. Staatliche Hilfsprogramme u.a. das Kurzarbeitergeld haben diesen Effekt potenziert. Denn Beschäftigte und Firmen bekamen Gehalt ohne Arbeit in Produktion oder Dienstleistung.

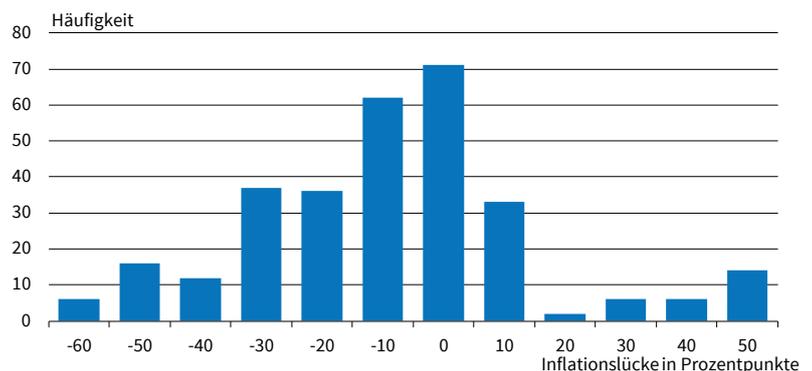
Das Spannungsfeld aus geringem Güterangebot und großer Nachfrage triggert den Preisanstieg seit der zweiten Jahreshälfte 2021. Die ausbleibenden und einst billigen chinesischen Importe werden nunmehr durch teurere aus anderen Ländern substituiert. Inflationstreiber sind ferner die massive Ausweitung der Geldmenge seit dem Jahr 2015, der kriegsbedingte Energiepreisschock, die Russland-Sanktionen und der schwache Euro im Jahr 2022. Entscheidend ist aber, was diese Ausgangslage bei einem symmetrischen Inflationsziel bedeutet.

Berechnet man die Abweichung der Inflationsrate vom 2%-Zielwert, ergibt sich die sogenannte Inflationslücke. Diese Inflationslücke ist negativ (positiv), wenn die aktuelle Inflationsrate unterhalb (oberhalb) von 2% liegt. Wird nun die Inflationslücke über den mittelfristigen geldpolitischen Handlungszeitraum von drei Jahren zusammengerechnet, ergibt sich die monetäre Handlungsnotwendigkeit aufgrund des »symmetrischen« Ziels.

Abbildung 2 zeigt die Verteilung kumulierten Inflationslücken von 1998 bis 2024 im Euroraum. Verwendet wurden die monatlichen Inflationsraten (HICP) im Vergleich zum Vorjahresmonat. Der Datenzeitraum umfasst den Beginn der Währungsunion bis Ende 2021. Für die Jahre 2022 bis 2024 wurden die von der EZB prognostizierten Inflationsraten einbezogen.

Abb. 2

Verteilung der kumulierten Inflationslücken



Quelle: Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

Die Inflationslücke für das Jahr 2022 ergibt ein Plus von 35 Prozentpunkte. Sofern die EZB die »symmetrische« Inflationslücke äquivalent der nagelneuen Strategie der US-Notenbank interpretiert, wofür die zögerlichen EZB-Entscheidungen sprechen, müsste zukünftig die Inflation in Summe um 35 Prozentpunkte unter dem Zielwert von 2% liegen. Ein glaubwürdiges symmetrisches Inflationsziel bedarf demnach eine Inflation von 1% über 35 Monate oder von 0% für 17 Monate. Dementgegen sind die EZB-Ankaufprogramme noch am Laufen, und der effektive Leitzins ist weiterhin im negativen Bereich.

Diese Szenarien belegen das Risiko eines symmetrischen Inflationsziels. Denn ohne lange oder schwere Rezession wäre das mittelfristig symmetrische Inflationsziel kaum erreichbar. Noch problematischer ist die Tatsache, dass die Verteilung der Inflationslücken »Heavy Tails« aufweist (vgl. Abb. 2). Das bedeutet, dass solche Extremereignisse überproportional häufig auftreten.

Summa Summarium: Das neue symmetrische Inflationsziel ist unglaubwürdig und gefährdet die Stabilität der Währungsunion. Die Inflationsbremsen im Euroraum sind aus vielerlei Gründen gestört (Sinn 2021). Hinzukommt, dass die Glaubwürdigkeit der EZB und der Grundpfeiler der Sozialen Marktwirtschaft, das Primärziel der Preisniveaustabilität, erodiert.

KRISENFESTE FISKALARCHITEKTUR

Die Fiskalarchitektur im Euroraum ist nicht krisenfest. Insoweit gibt es seit langem Reformbedarf und mithin mannigfache Lösungsideen (Beetsma 2022; Hartmeier et al. 2022; Regling 2022). Angenommen die Mitgliedstaaten sind nicht gewillt, ihre Souveränität auf die europäische Ebene zu übertragen oder eine politische Union zu etablieren. Insofern sollte eine resiliente Fiskalarchitektur gemäß den aktuellen Verträgen dezentral und marktbasierend organisiert werden (Herzog und Ferencz 2019; Sinn 2021).

Die europäische Fiskalarchitektur wird seit dem Vertrag von Maastricht in ein regelgebundenes und marktbasierendes Regelwerk eingeeht. Fiskalregeln sind mithin der Stabilitäts- und Wachstumspakt oder das

im Jahr 2010 neugeschaffene Europäische Semester. Diesen Regeln mangelt es allerdings an Bindekraft, vor allem aufgrund des Vollzugsdefizits der Europäischen Kommission. Deshalb bedarf es einerseits automatischer Vollzugsmechanismen und andererseits in einer regelgebundenen Währungsunion das ökonomisch wertvollste: Marktkräfte!

Marktgerechte Preissignale helfen, exzessive Überschuldung oder versäumte Reformbemühungen früh zu erkennen und zu unterbinden (Herzog 2020a; 2020b). Auch politisch opportune Ausgabefantasien werden damit automatisch diszipliniert. Die Zinsspreads im Euroraum sollten nicht von der politisch »unabhängigen« EZB künstlich geglättet, sondern zielgerichtet von der Politik als Indikator für Reformnotwendigkeiten genutzt werden (Herzog und Ferencz 2019). Das Bundesverfassungsgericht hat wiederholt betont, dass eine Stabilitätsunion ein Gleichgewicht von Regeln und Marktkräften bedarf (Herzog 2021a; 2021c). Im aktuellen europäischen Vertragswerk ist die Stärkung der Marktkräfte ein zentraler Reformbaustein (Herzog 2021a).

Eine weitere Herausforderung ist, dass die expansive Fiskalpolitik auf ein inflationäres Umfeld trifft. Entgegen den Beteuerungen der Bundesregierung ist aber von einer dauerhaften und nicht temporär fossilen Inflation auszugehen. Der Trend zur De-Globalisierung ist seit Präsident Trump und der Corona-Pandemie in vollem Gang.

Preise für Stahl und Silizium beispielsweise waren seit Beginn der Datenerhebung noch nie so hoch wie zuletzt. Grüne Windkraft besteht aber zu gut 70% aus Stahl, und Solarpanels benötigen Silizium. Das Ziel einer emissionsfreien Wirtschaft bis 2045 und deren Beschleunigung aufgrund des Ukraine-Krieges dürfte diese Preise und Transformationsinflation dauerhaft anheizen. Ferner sind viele Rohstoffe für die regenerativen Energien nicht nur knapp, sondern kommen aus geopolitisch instabilen Regionen. Insoweit sind eine Diversifikation der Energiequellen und sparsame Finanzpolitik in Europa und Deutschland essentiell.

Die öko-sozial-liberale Bundesregierung könnte dem entgegenstehen. Die Versprechen der »Zukunftskoalition«, ohne Neuverschuldung und Steuererhöhungen auszukommen, sind teils ins Gegenteil mutiert. Zugleich erreicht die Inflation ein Rekordniveau, und der CO₂-Fussabdruck wird durch den Umstieg auf LNG und intensivere Braunkohleverstromung erhöht.

ETABLIERUNG EINER ZWEISTUFIGEN ÜBERGANGSPHASE

Wie könnte eine Reform der europäischen Fiskalarchitektur gelingen? Herzog (2021b) kommt zum Ergebnis, dass die Etablierung einer zweistufigen Übergangspphase ein anreizkompatibler Weg darstellt. Ähnlich der Konvergenzphase zur Währungsunion in den 1990er Jahren könnten zwei Fiskaloptionen mit Zugangskriterien definiert werden. Beispielsweise (A)

Weg in die Politische (Fiskal-)Union und (B) Weg in die regelbasierte Maastricht-Union mit automatischem Regelvollzug und Marktkräften. Die Mitgliedsländer im Euroraum hätten dann eine Übergangszeit von zehn Jahren, um ihr präferiertes Modell anzuvisieren und die Erfüllung der Zugangskriterien zu dokumentieren.

Die Idee einer geteilten europäischen Souveränität à la Präsident Macron ist keine Option. Denn dieses Modell gibt es heute und würde Moral Hazard mittelfristig bestärken und langfristig in einer geopolitisch noch heterogeneren Währungsunion scheitern. Die jahrelange Krisenanfälligkeit der Währungsunion sowie die aktuelle Unsicherheit über die geopolitische Lage verlangen eine langfristige Neujustierung des Euroraums.

Grundsätzlich sollte jede Reform der Währungsunion einerseits die politische Stabilitätsverantwortung der nationalen oder europäischen Fiskalpolitik stärken und andererseits die europäische Geldpolitik auf das Primärziel der Preisniveaustabilität zurückführen. Diese Reformstrategie ist im europäischen und nationalen Stabilitätsinteresse. Stabile Preise gemäß dem vorrangigen Mandat der EZB und Mitgliedsländer mit soliden Finanzen sind das Fundament einer resilienten Währungsunion in Europa.

REFERENZEN

- Beetsma, R. (2022), »The Economics of Fiscal Rules and Debt Sustainability«, *Intereconomics* 57(1), 11–15.
- Benigno, G., J. di Giovanni, J. J. Groen and A. I. Noble (2022), *A New Barometer of Global Supply Chain Pressures*, Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics.
- Hartmeier, S., N. Leiner-Killinger, P. Muggenthaler und S. Haroutunian (2022), »Post-Covid Fiscal Rules: A Central Bank Perspective«, ECB Working Paper Series No 2656, März.
- Herzog, B. (2020a), »Whither Corona-Bonds? The Past and Future of the EMU in the Corona-Pandemic«, *Intereconomics, Review of European Economic Policy* 55(3), 3–6.
- Herzog, B. (2020b), »Corona-Bonds und EU-Verschuldung: Zukunftsvision oder Europäische Naivität?«, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 69(2), 148–165.
- Herzog, B. (2021a), »EZB-Urteil des Bundesverfassungsgerichts: Neue Hindernisse für die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion«, *Recht und Politik* 57(1), 26–38.
- Herzog, B. (2021b), »Optimal Sequencing to Reform the European Economic and Monetary Union: A Roadmap«, *Quantitative Finance and Economics* 5(2), 311–324.
- Herzog, B. (2021c), »Judgement of German Federal Constitutional Court (2 BvR 859/15) on the Public Sector Purchase Programme of the ECB: An Interdisciplinary Analysis«, *European Public Law* 27(4), 653–672.
- Herzog, B. und M. Ferencz (2019), »Disziplinierung ohne politische Diskriminierung: Warum es Marktkräfte in der Währungsunion bedarf!«, *ifo chneldienst* 72(1), 20–22.
- Herzog, B. und K. Hengstermann (2013), »Restoring Credible Economic Governance to the Eurozone«, *Journal of Economic Affairs* 33(1), 2–17.
- Regling, K. (2022), »EU Fiscal Rules: A Look Back and the Way Forward«, *Intereconomics* 57(1), 8–10.
- Sinn, H.-W. (2020), »Corona und die wundersame Geldvermehrung in Europa«, Weihnachtsvorlesung, Ludwig-Maximilians-Universität München.
- Sinn, H.-W. (2021), *Die wundersame Geldvermehrung*, Herder Verlag, Freiburg.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2022), *Russischer Angriffskrieg gegen die Ukraine und Energiepreise verschlechtern wirtschaftliche Aussichten drastisch*, Konjunkturprognose März 2022, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.