

Corona-Schock: Zur Ausrichtung der Finanzpolitik in der EU

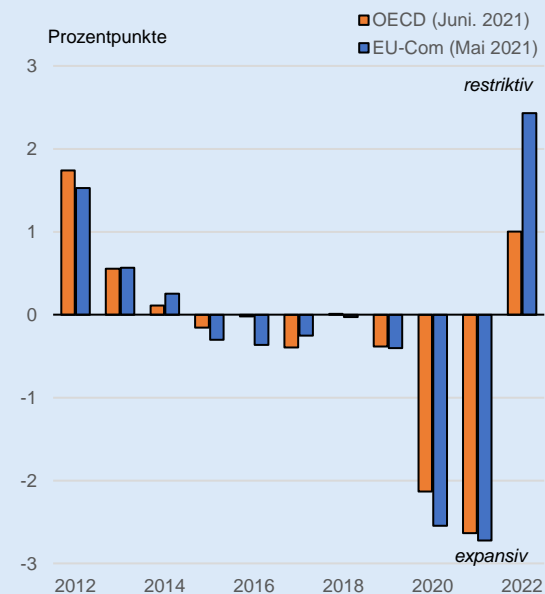
Ulrich Stolzenburg

Die Europäische Kommission (2021) und die OECD (2021) haben jüngst ihre Konjunkturprognosen vorgelegt. Unter anderem wurden für viele Länder Schätzungen der Produktionslücke sowie einiger fiskalischer Größen veröffentlicht, die eine Ableitung der erwarteten finanzpolitischen Ausrichtung erlauben. Von besonderem Interesse ist der strukturelle Primärsaldo, also der staatliche Finanzierungssaldo, der um Konjunkturreffekte, Einmaleffekte und Änderungen in den Zinsausgaben bereinigt ist. In der Entwicklung dieser Kennzahl drücken sich somit im Wesentlichen Änderungen in den öffentlichen Einnahmen und Ausgaben aus, die auf diskretionären finanzpolitischen Entscheidungen beruhen und so die Ausrichtung der Finanzpolitik anzeigen: Steigt dieser Saldo, verbessert sich die strukturelle Situation der öffentlichen Haushalte; es wird also konsolidiert (restriktiver Fiskalimpuls). Sinkt der strukturelle Primärsaldo, so impliziert dies eine aktive finanzpolitische Unterstützung für die Konjunktur (expansiver Fiskalimpuls). Bleibt der strukturelle Primärsaldo konstant, ist die finanzpolitische Ausrichtung neutral (Abbildung 1).

Eine prozyklische Finanzpolitik ist dem Konjunkturverlauf gleichgerichtet, d.h. die Wirkung finanzpolitischer Maßnahmen zeigt in dieselbe Richtung wie die konjunkturellen Ausschläge, so dass diese Ausschläge nicht ausgeglichen, sondern verstärkt werden – dies gilt stabilitätspolitisch als unerwünscht. Im Gegensatz dazu ist eine antizyklische Finanzpolitik den Konjunkturverlauf entgegen gerichtet und dämpft die konjunkturellen Ausschläge. Häufig gibt es in der wirtschaftspolitischen Debatte unterschiedliche Auffassungen darüber, welche Ausrichtung der Finanzpolitik in einer bestehenden konjunkturellen Lage angemessen ist, und in welchen Situationen die Finanzpolitik überhaupt aktiv – über die Wirkung der automatischen Stabilisatoren hinaus – eingreifen sollte. Für das Jahr 2020 war die finanzpolitische Ausrichtung – im Einklang mit den stabilitätspolitischen Erfordernissen einer tiefen Krise, deren wirtschaftliche Auswirkungen nicht allein durch die bestehenden automatischen Stabilisatoren abgedeckt werden kann – stark expansiv und damit antizyklisch. Dies zeigt sich in der Verbindungslinie zwischen den Jahren 2019 und 2020 (Abbildung. 2): Ein deutlicher Rückgang der Produktionslücke (Bewegung nach links) fiel zeitlich zusammen mit einem Rückgang des strukturellen Haushaltssaldos (Bewegung nach unten).

Für das Jahr 2021 liegt die Produktionslücke im Jahresdurchschnitt noch deutlich im negativen Bereich, sie schließt sich allerdings rasch, da die Wirtschaftsleistung schneller zulegen als das Produktionspotenzial. Allein durch den Wegfall der Maßnahmen zum Infektionsschutz wird ein erheblicher Teil der verlorenen wirtschaftlichen Aktivität zurückkehren. Darüber hinaus konnte der starke fiskalische Impuls des Vorjahres aufgrund des Wesens der Corona-Krise bislang nicht vollumfänglich wirken, da Produktionsstilllegungen (etwa im Gastgewerbe) und geltende Infektionsschutzmaßnahmen gleichzeitig bremsen. So konnten Maßnahmen zur Stützung der Masseneinkommen nicht zu einer Belebung des privaten Konsums beitragen, solange die Konsummöglichkeiten stark eingeschränkt waren. Mit der Rückkehr dieser Konsummöglichkeiten im Verlauf des Jahres 2021 dürfte die wirtschaftliche Aktivität stark zulegen, insbesondere beim privaten Konsum. Der starke Fiskalimpuls des Vorjahres dürfte nachwirken und eine ohnehin angelegte kräftige Erholung befeuern. Es ist gleichzeitig noch zu früh, um die relativ hohen strukturellen Defizite zurückzuführen, damit die einsetzende Erholung, die stark vom Verhalten der Konsumenten geprägt sein dürfte, nicht durch finanzpolitische Signale vorzeitig ausgebremst wird. Doch spricht aus Sicht des IfW Kiel viel dafür, dass es keiner weiteren Beschleunigung durch die öffentliche Hand bedarf. Der

Abbildung 1:
Veränderung struktureller Primärsaldo im Euroraum



Quelle: Europäische Kommission (2021); OECD (2021), Berechnungen und Darstellung des IfW Kiel.

Konjunkturimpuls durch die Normalisierung der privaten Sparquoten ist bereits immens. Gleichwohl prognostizieren sowohl die OECD als auch die Europäische Kommission für das laufende Jahr einen stark expansiven finanzpolitischen Impuls im Euroraum (Abbildung 1).

Bemerkenswert ist, dass die Europäische Kommission (2020) in der jüngsten Herbstprognose für das Jahr 2021 eine in etwa neutrale finanzpolitische Ausrichtung erwartet hatte. Diese Einschätzung ist nun drastisch hin zu einer stark expansiven Politik revidiert worden (Abbildung 2). Gleichzeitig wird sich die geschätzte Produktionslücke im Jahr 2022 fast geschlossen haben, während im Herbst noch mit einer Produktionslücke von -2 Prozent gerechnet wurde. Die Konjunktur erholt sich demnach schneller als noch im Spätherbst erwartet, gleichzeitig ist die Finanzpolitik im Jahr 2021 deutlich expansiver ausgerichtet. Es stellt sich die Frage, ob diese Ausrichtung der Finanzpolitik im laufenden Jahr angemessen sein kann. In jedem Fall ist die Finanzpolitik gleichgerichtet mit dem Konjunkturverlauf. Allerdings ließe sich auch schlussfolgern, dass der zusätzliche Fiskalimpuls zu einem rascheren Schließen der Produktionslücke beiträgt. Diese Einschätzung teilt das IfW Kiel nicht. Es erscheint nicht notwendig, in der gegenwärtigen Konjunkturlage – bei einer ohnehin bevorstehenden kräftigen Erholung – zusätzliche Impulse zur Konjunkturstabilisierung zusetzen. Die Finanzpolitik droht angesichts der hohen Dosierung im Gegenteil prozyklisch und damit destabilisierend zu wirken.

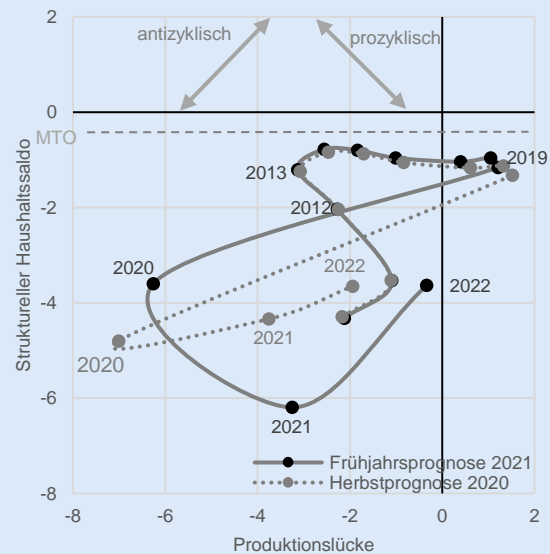
In der Vergangenheit wurde eine prozyklische Finanzpolitik von der Europäischen Kommission äußerst kritisch bewertet – etwa die Konsolidierungspolitik der Jahre 2012 und 2013 in einigen Mitgliedsländern, die sich damals aufgrund der Staatsschuldenkrise gezwungen sahen, in wirtschaftlich schwierigen Zeiten ihre Staatshaushalte zu konsolidieren. Im Nachgang dieser Episode wurde das Konzept eines "Euro area fiscal stance" verstärkt diskutiert, auch durch die Europäische Kommission, zusammen mit dem Ziel einer finanzpolitischen Koordination, um eine prozyklische Finanzpolitik im Euroraum zukünftig zu vermeiden (Ademmer et al 2016). In der aktuellen Prognose der Kommission wird die Ausrichtung der Finanzpolitik allerdings sehr zurückhaltend kommentiert (Europäische Kommission 2021, S. 38/39).

Rolle der EU-Fiskalprogramme

Durch das in der Krise beschlossene gemeinsame Fiskalprogramm "Next Generation EU" (NGEU) verschuldet sich die EU und zahlt den Mitgliedsländern unter anderem Zuschüsse. Diese unterscheiden sich je nach Land und hängen sowohl von makroökonomischen Kennzahlen aus der Vorkrisenzeit (Arbeitslosenquote, Pro-Kopf-Einkommen) als auch, in geringerem Maße, von der Krisenbetroffenheit ab. Insgesamt werden so Finanzmittel in Höhe von rund 2,3 Prozent der Wirtschaftsleistung in den Jahren 2021 bis 2026 ausgereicht (Darvasz 2020).

Diese Finanzmittel fließen den Staaten zu und sollen zur Finanzierung von Projekten zur Digitalisierung und Dekarbonisierung der Wirtschaft beitragen. Es handelt sich letztlich um öffentliche Ausgaben, die nicht in den nationalen Defiziten (oder Schuldenständen) erfasst werden, und folglich auch nicht in den von der Kommission geschätzten strukturellen Haushaltssalden. Der effektive, für die konjunkturelle Wirkung relevante strukturelle Finanzierungssaldo ist demzufolge umso größer, je höher die Zuwendungen aus dem NGEU-Programm im betreffenden Jahr sind. In den Jahren 2021 bis 2023 ist von Jahr zu Jahr mit deutlich steigenden Zuwendungen zu rechnen, so dass die finanzpolitische Ausrichtung entsprechend noch etwas expansiver einzuschätzen ist. Insbesondere in den Ländern, die überproportional viele Mittel erhalten, macht dies auch makroökonomisch einen sichtbaren Unterschied – etwa in Spanien, Italien und Polen (Abbildung 3). Besonders expansiv ist die Finanzpolitik im Jahr 2021 laut Kommissionsprognose in Deutschland und Italien, aber auch in Frankreich und den Niederlanden ist sie expansiv.¹ Lediglich in Polen wird im Jahr 2021 bereits konsolidiert

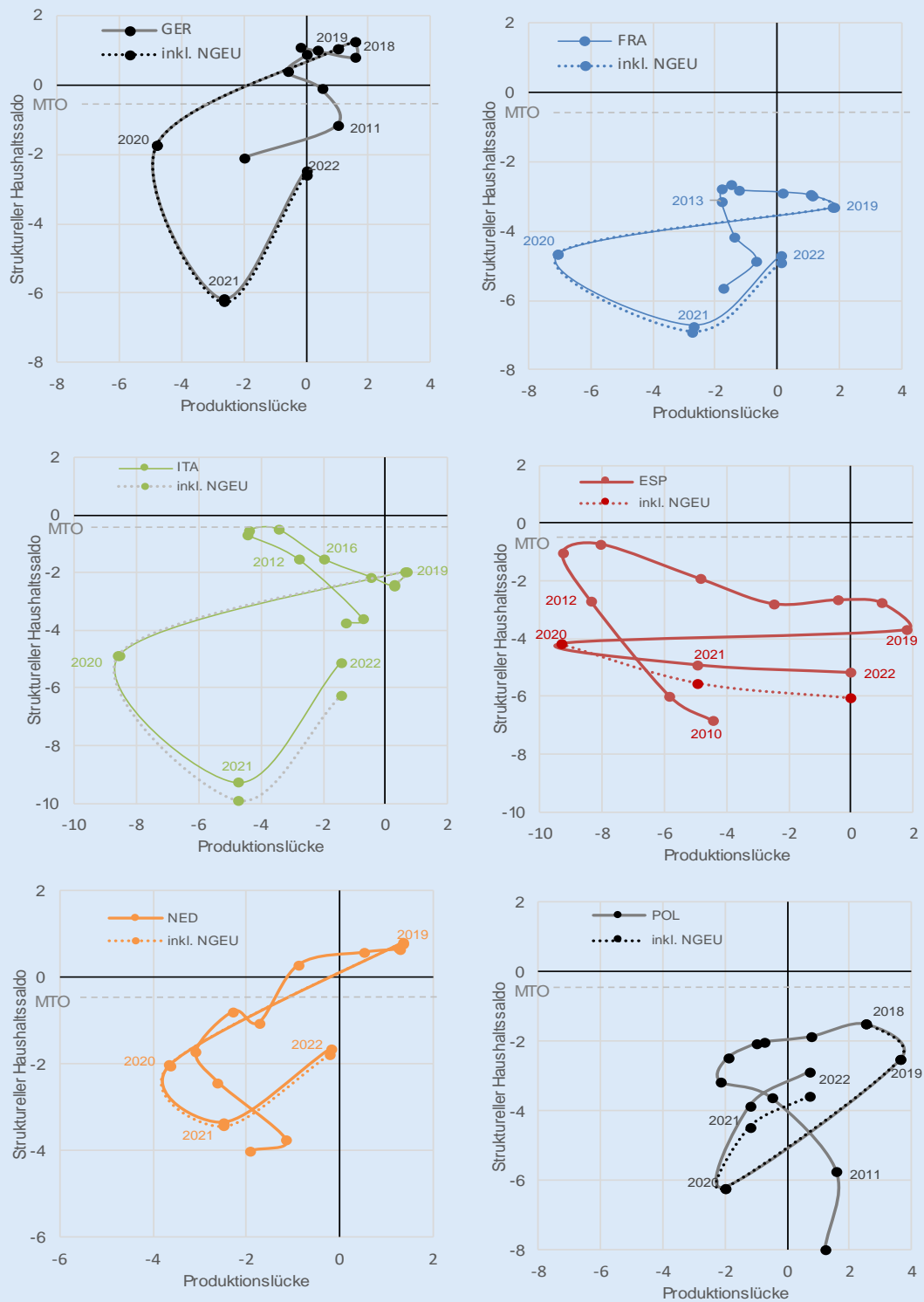
Abbildung 2:
Finanzpolitik und Konjunktur im Euroraum



Jahresdaten. MTO bezeichnet das mittelfristige Budgetziel („medium-term objective“), das die nationalen Haushalte beim geschätzten strukturellen Haushaltssaldo in der mittleren Frist gemäß geltendem fiskalischem Regelwerk erreichen sollen. Eine Bewegung nach rechts (Konjunktur aufwärtsgerichtet) und oben (Konsolidierung) wird in der Abbildung als „antizyklisch“ klassifiziert, ebenso wie eine Bewegung nach links (Abschwung/Krise) und nach unten (expansiver Fiskalimpuls), da Konjunktur und Finanzpolitik gegenläufig ausgerichtet sind. Eine Bewegung nach rechts unten bzw. nach links oben wird dagegen als prozyklisch aufgefasst, da Konjunktur und Finanzpolitik gleichgerichtet sind.

Quelle: Europäische Kommission, Berechnungen und Darstellung des IfW Kiel

Abbildung 3:
Finanzpolitik und Konjunktur in ausgewählten EU-Mitgliedsländern, 2010-2022



Jahresdaten. MTO bezeichnet das mittelfristige Budgetziel („medium-term objective“), das die nationalen Haushalte beim geschätzten strukturellen Haushaltssaldo in der mittleren Frist gemäß geltendem fiskalischem Regelwerk erreichen sollen. Eine Bewegung nach rechts (Konjunktur aufwärtsgerichtet) und oben (Konsolidierung) wird in der Abbildung als „antizyklisch“ klassifiziert, ebenso wie eine Bewegung nach links (Abschwung/Krise) und nach unten (expansiver Fiskalimpuls), da Konjunktur und Finanzpolitik gegenläufig ausgerichtet sind. Eine Bewegung nach rechts unten bzw. nach links oben wird dagegen als prozyklisch aufgefasst. Strukturelle Haushaltssalden der Jahre 2021 und 2022 mit der Kennzeichnung „inkl. NGEU“ (gestrichelte Linien) ergeben sich als geschätzte strukturelle Haushaltssalden der Europäischen Kommission abzüglich der erwarteten Zuschüsse aus dem NGEU-Programm und bilden insofern die tatsächliche Ausrichtung der Finanzpolitik ab – einschließlich der durch die EU-Verschuldung finanzierten öffentlichen Ausgaben.

Quelle: Europäische Kommission, Frühjahrsprognose 2021; Darvasz (2020); Berechnungen und Darstellung des IfW Kiel

Mögliche Implikationen

Im laufenden Jahr könnte eine stark prozyklische finanzpolitische Expansion in vielen Ländern der EU dazu führen, dass ein ohnehin angelegter kräftiger Aufschwung – durch die zurückkehrenden Konsummöglichkeiten in Verbindung mit aufgestauter Kaufkraft – aufgrund von angebotsseitigen Knappheiten im Nachgang der Krise verschärfte Kapazitätsengpässen hervorruft und im Ergebnis zusätzlichen Preisdruck erzeugt. Dies kann insbesondere dann riskant sein, wenn die Geldpolitik in ihren Wirkungsmöglichkeiten eingeschränkt ist, da eine merkliche Straffung der Geldpolitik die Finanzierung der hohen öffentlichen Verschuldung in einigen Mitgliedsländern gefährden könnte und eine plötzliche Änderung der geldpolitischen Rahmenbedingungen die Finanzmarktstabilität beeinträchtigen könnte (Fiedler et al 2020). Ein solches Risiko mag nach einigen Jahren mit sehr geringen Preissteigerungsraten überschaubar erscheinen, zumal die marktbasieren Inflationserwartungen es bislang nicht abbilden. Doch selbst dann sollten verbleibende finanzpolitische Spielräume nicht ohne Not in einer Zeit eingesetzt werden, in der es stabilitätspolitisch gar nicht erforderlich ist, auch angesichts bestehender hoher Schuldenstände.

¹ Insbesondere für Deutschland erscheinen die Erwartungen an den Fiskalimpuls allerdings überzogen. Die finanzpolitischen Maßnahmen im laufenden Jahr werden vom IfW Kiel als weniger expansiv eingeschätzt. Die Europäische Kommission scheint auf der Basis vorliegender Haushaltspläne systematisch mit höheren Defiziten zu rechnen als andere Beobachter. Auch für das Vorjahr erwartete die Kommission noch im Herbst 2020 im Euroraum – nicht nur in Deutschland – einen deutlich stärkeren Fiskalimpuls als in der jüngst veröffentlichten Frühjahrsprognose (Abb. K3-2): Die Verringerung des strukturellen Haushaltssaldos im Euroraum betrug demnach nicht 3,5 Prozentpunkte wie noch im Herbst erwartet, sondern nur 2,5 Prozentpunkte, beides in Relation zur Wirtschaftsleistung

Literatur:

- Ademmer, E., Boeing-Reicher, C., Boysen-Hogrefe, J., Gern, K., Stolzenburg, U. (2016). Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy. In-Depth-Analysis, European Parliament Briefing Paper, Provided in advance of the Economic Dialogue with the President of the Eurogroup. Juli 2016. - Darvasz (2020). NGEU payments across countries and years
- Europäische Kommission (2020) Herbstprognose
 - Europäische Kommission (2021) Frühjahrsprognose
 - Fiedler Gern Stolzenburg (2020) Blurred Boundaries Between Monetary and Fiscal Policy. Monetary Dialogue Nov. 2020
 - OECD (2021) WEO Juni