

VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: volkswirtschaft@bvr.de

Schuldenfinanzierte Fiskalpolitik darf nicht zum süßen Gift werden

Die Fiskalpolitik erlebt in der Coronakrise eine Renaissance. Mit gewaltigen Konjunkturpaketen versuchen die Regierungen in Deutschland und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Folgen der Pandemie abzufedern. Aufgrund ihrer zahlreichen Schwächen sollte der Einsatz der Fiskalpolitik aber auch in der Zukunft auf schwere Rezessionen beschränkt bleiben.

Sollte sich die konjunkturelle Erholung in den kommenden Monaten wie erwartet festigen, sollte der Staat Schritt für Schritt sein fiskalisches Engagement zurückfahren. Dies gilt auch für die Sonderregeln zum Kurzarbeitergeld, deren Laufzeit nicht weit in das Jahr 2021 hinein oder bis 2022 verlängert werden sollte. Ansonsten unterbleiben notwendige Anpassungen der Wirtschaftsstrukturen, was sich letztlich dämpfend auf das Wirtschaftswachstum auswirken würde. Auf keinen Fall darf die Rückführung der staatlichen Schulden aufgeschoben werden.

Der im Juli beschlossene EU-Aufbauplan „Next Generation EU“ stellt ein wichtiges Instrument zur Unterstützung der konjunkturellen Erholung und zur Stärkung der Wachstumskräfte in der EU dar, ist aber mit beträchtlichen Risiken verbunden. Es ist nicht sicher, ob das großvolumige Programm den Bestimmungen des im EU-Recht verankerten Notfallparagrafen entspricht und ob die zur Finanzierung vorgesehene Schuldenaufnahme in diesem Umfang zulässig ist. Auf keinen Fall darf die eingeführte Notfallhilfe einer dauerhaften Verschuldung der EU den Weg ebnen.



Inhalt

Schuldenfinanzierte Fiskalpolitik darf nicht zum süßen Gift werden	2
Dr. Andreas Bley E-Mail: a.bley@bvr.de	
Finanzmärkte	8
Dr. Kai Wohlfarth E-Mail: k.wohlfarth@bvr.de	
Konjunktur	9
Dr. Gerit Vogt E-Mail: g.vogt@bvr.de	

Schuldenfinanzierte Fiskalpolitik darf nicht zum süßen Gift werden

Die Fiskalpolitik erlebt in der Coronakrise eine Renaissance. In Deutschland, in der EU und in allen anderen fortgeschritten Volkswirtschaften versuchen Regierungen mit Konjunkturpaketen die Folgen der Coronapandemie abzumildern. Das hierfür mobilisierte Finanzvolumen ist gewaltig und in der Zeitspanne seit dem zweiten Weltkrieg einmalig.

Eine Aufstellung des Brüsseler Think-Tanks Bruegel dokumentiert das Ausmaß der Programme. Für Deutschland summieren sich die direkten fiskalischen Maßnahmen auf einen Impuls von 8,3 % des Bruttoinlandsprodukts, wovon rund zwei Drittel auf den Bund und ein Drittel auf Länder und Kommunen entfallen. Hinzu kommen staatliche Garantien vor allem im Rahmen der KfW-Programme und indirekte Maßnahmen, beispielsweise in Form von Steuerstundungen und Anpassungen von Steuervorauszahlungen.

Die bislang beschlossenen fiskalpolitischen Maßnahmen in anderen Volkswirtschaften sind zum Teil ebenfalls massiv, aber bislang nur in den USA und in Großbritannien ähnlich groß wie in Deutschland – jeweils gemessen an der jeweiligen Wirtschaftsleistung. In den in Tabelle 1 aufgeführten Ländern der EU sind sie hingegen deutlich kleiner.

Dies gilt insbesondere für die hochverschuldeten Staaten Europas. In Italien, Spanien, Portugal und Griechenland liegen die direkten Hilfen jeweils unterhalb der Marke von 4 % des Bruttoinlandsprodukts. Die weni-

ger expansive Fiskalpolitik in diesen Staaten ist Ausdruck des geringeren Handlungsspielraums der Regierungen aufgrund der ohnehin schon hohen öffentlichen Schuldenquoten. Denn das Ausmaß der wirtschaftlichen Einschränkungen infolge der Pandemie war beispielsweise in Italien und Spanien mindestens so gravierend wie in Deutschland.

Hohe Schulden, geringer Spielraum

Der mangelnde fiskalische Spielraum mancher Mitgliedsstaaten ist mit der Gefahr verbunden, dass der aktuelle Wirtschaftseinbruch in diesen Ländern stärker und langwieriger ausfällt als beispielsweise in Deutschland. Eine besonders lange wirtschaftliche Durststrecke kann auch zu langwierigen Folgeschäden führen, wenn viele ansonsten wettbewerbsfähige Unternehmen in die Insolvenz gedrängt werden. Auch eine im Zuge der zurückhaltenden Fiskalpolitik länger anhaltende Arbeitslosigkeit hätte neben psychosozialen Kosten auch Qualifikationseinbußen zur Folge, die die Produktivität einer Volkswirtschaft negativ beeinflussen. In der Konsequenz wäre zu befürchten, dass sich die wirtschaftlichen Divergenzen im Euroraum noch weiter verstärken könnten mit der Gefahr einer deutlichen Schwächung des politischen Zusammenhalts im Euroraum.

Aus diesem Grund wurde lange über Möglichkeiten diskutiert, die nationalen fiskalischen Maßnahmen mit

Diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen als Reaktion auf die Coronapandemie

Tab. 1

in Prozent des Bruttoinlandsprodukts von 2019

	Unmittelbarer fiskalischer Impuls	Aufschub	Liquidität/Garantien*	Letztes Update
Belgien	1,4	4,8	21,9	03.06.2020
Dänemark	5,5	7,2	4,1	01.07.2020
Frankreich	4,4	8,7	14,2	18.06.2020
Deutschland	8,3	7,3	24,3	03.06.2020
Griechenland	3,1	1,2	2,1	05.06.2020
Ungarn	0,4	8,3	0,0	25.03.2020
Italien	3,4	13,2	32,1	22.06.2020
Niederlande	3,7	7,9	3,4	27.05.2020
Portugal	2,5	11,1	5,5	04.05.2020
Spanien	3,7	0,8	9,2	23.06.2020
Großbritannien	8,0	2,3	15,4	16.07.2020
USA	9,1	2,6	2,6	27.04.2020

*angezeigt ist das Volumen der abgedeckten Beträge

Quelle: Bruegel

europäischen Mitteln zu ergänzen. Hierzu dienen der von den EU-Staats- und Regierungschefs am 21. Juli beschlossene Aufbauplan mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro („Next Generation EU“) sowie das bereits im April beschlossene Solidaritätspaket in Höhe von 540 Mrd. Euro.

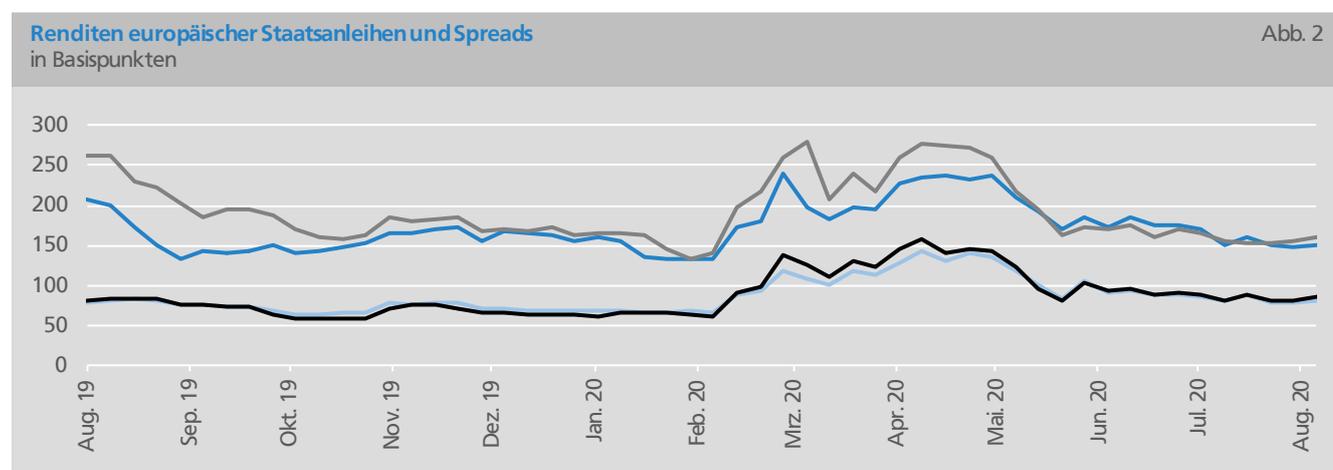
Die Grenzen der Finanzierbarkeit nationaler Programme in den hochverschuldeten Staaten illustriert die Ausweitung der Anleihespreads beim Aufkommen der Coronapandemie (siehe Abb. 2). In Italien stieg der Spread im März dieses Jahres auf ein ähnlich hohes Niveau wie zuletzt während der politischen Unsicherheiten der Jahre 2018/19 – nach der Regierungsbildung zwischen der Fünf-Sterne-Bewegung und der Lega Nord – und während der europäischen Schuldenkrise in den Jahren 2011 bis 2014.

Wieder zusammengerückt sind die Anleiherenditen in zwei Schritten: zum einen infolge der massiven Ausweitung der ohnehin schon extrem expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) im März dieses Jahres, zum anderen mit der sich allmählich abzeichnenden Einigung auf europäisches Aufbauprogramm im Mai. Nach der Einigung der Staats- und Regierungschefs auf dem Sondergipfel im Juli bleiben die Spreads zwar erhöht, erreichten aber inzwischen wieder den niedrigsten Stand seit Anfang März.

Wirksamkeit von Fiskalpolitik umstritten

Die Wirksamkeit fiskalpolitischer Programme zur Stabilisierung der Wirtschaft wurde in den vergangenen Jahrzehnten in der Wissenschaft kontrovers diskutiert. Die Erfahrungen der Vergangenheit lehren, dass es normalerweise vergleichsweise lange dauert, bis wirtschaftliche Störungen diagnostiziert und fiskalpolitische Programme zusammengestellt werden. Oft setzt die Wirkung der Programme erst ein, wenn die wirtschaftliche Erholung bereits gefestigt ist. Dann wirkt die Fiskalpolitik prozyklisch und verstärkt den Boom, statt in der Rezession ausgleichend zu wirken.

Auch ist die Effizienz des Mitteleinsatzes bei vielen Maßnahmen vergleichsweise gering. Schätzungen der sogenannten Multiplikatoren variieren in Abhängigkeit der wissenschaftlichen Methode, der makroökonomischen Ausgangslage, der Größe des Binnenmarktes und dem gewählten fiskalischen Instrument. Meistens liegen die Ergebnisse für die kurzfristige Wirkung in dem Bereich zwischen 0,5 und 1,5. Dies bedeutet, dass ein Euro an Hilfgeldern zu einer zwischen 0,5 und 1,5 Euro höheren Wirtschaftsleistung führt. Damit lassen sich zwar stabilisierende Effekte erkennen, die Wirkungen bleiben aber oft überschaubar. Im wissenschaftlichen Mainstream wird der Einsatz der Fiskalpolitik daher nur bei schweren Rezessionen empfohlen.



Quelle: Refinitiv Datastream

Die bevorzugten Instrumente zur Stabilisierung der Konjunktur sind unter diesen Voraussetzungen vor allem die automatischen Stabilisatoren und die Geldpolitik. Unter automatischen Stabilisatoren werden Mechanismen im Steuer- und Abgabensystem verstanden, die ohne Eingriff der Regierung konjunkturell ausgleichend wirken, wie beispielsweise die Zahlung von Arbeitslosen- oder Kurzarbeitergeld. Solche Komponenten des Steuer- und Sozialsystems führen in wirtschaftlichen Schwächephasen automatisch zu höheren Zahlungen als in Boomphasen.

Erneut belebt wurde die Debatte über die Fiskalpolitik durch die seit nunmehr rund zehn Jahren anhaltende Niedrigzinsphase. Dabei geht es aber weniger um die antizyklische Steuerung der Konjunktur, als vielmehr um die Möglichkeit mit Finanzierungskosten nahe oder sogar unter null staatliche Investitionen finanzieren zu können. Befürworter einer solchen Politik verbinden damit die Hoffnung, dass durch mehr schuldenfinanzierte staatliche Investitionen die vergleichsweise schwache private Investitionstätigkeit teilweise ausgeglichen werden kann, die als eine wesentliche Ursache des internationalen Niedrigzinstrends angesehen wird. Damit würde die Finanzpolitik die Geldpolitik entlasten und einen schnelleren Ausstieg aus dem extremen geldpolitischen Kurs der EZB ermöglichen.

Schneller fiskalischer Einsatz

Die frühzeitige fiskalpolitische Intervention in Deutschland aber auch international ist auf Besonderheiten der von der Coronapandemie ausgelösten Rezession zurückzuführen. Auslöser der Rezession waren die notwendigen gesundheitspolitischen Maßnahmen der Regierungen selbst. Normalerweise besteht bei sich abzeichnenden Rezessionsphasen viele Wochen Unsicherheit sowohl über Vorliegen und Tiefe einer Rezession. In diesem Fall war der gravierende Einbruch von der (Gesundheits-)politik hervorgerufen und damit sicher, auch wenn das präzise Ausmaß natürlich schwer abzusehen war.

Insofern waren in diesem Fall bildlich gesprochen beim Eintritt des Katastrophenfalls bereits die ersten Rettungskräfte vor Ort. In Deutschland wurde der „Schutzschirm für Unternehmen und Beschäftigte“ von

den Bundesministern Olaf Scholz und Peter Altmaier am Freitag, dem 13. März, dieses Jahres in einer Pressekonferenz vorgestellt, bevor am 16. März der Lockdown (Beschränkungen sozialer Kontakte) von der Bundesregierung und den Chefs der Länderregierungen beschlossen wurde.

Ökonomisch richtig war es, zunächst vor allem die Liquiditätsversorgung in den Unternehmen in den Mittelpunkt zu stellen, zu der auch das ausgeweitete Kurzarbeitergeld einen zentralen Beitrag leistet. Erst nach dem weitgehenden Ende der wirtschaftlichen Beschränkungen war die Zeit für nachfragebelebende Programme gekommen. Zudem war es richtig, neben dem Ziel der Nachfragebelebung auch auf die mittel- bis längerfristige Erhöhung des Wirtschaftswachstums hinzusteuern, indem in großem Umfang Mittel für die Stärkung von Innovationen und Investitionen eingesetzt werden. Damit verschimmt natürlich die Trennung von Konjunktur- und Wachstumspolitik.

Angesichts der Größe des wirtschaftlichen Schocks scheint die fiskalpolitische Reaktion sowohl in Deutschland als auch auf EU-Ebene von der Größenordnung her angemessen. Schätzungen über den Gesamteffekt der Fiskalpakete auf die Konjunktur sind schwierig. Die Bundesbank schätzt beispielsweise, dass das im Juni von der Bundesregierung beschlossene Maßnahmenpaket von 130 Mrd. Euro den Rückgang der Wirtschaftsleistung in diesem Jahr um 1 Prozentpunkt bremsen wird.

Doch trotz des starken fiskalpolitischen Impulses dürfte das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr drastisch zurückgehen. Der BVR rechnet in diesem Jahr mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 7 % gegenüber dem Vorjahr. Erst in 2022 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder den Stand vom Anfang des Jahres 2020 erreichen.

Rückzug des Staates nach Rezession

Die zahlreichen massiven fiskalpolitischen Maßnahmen während der Coronapandemie dürfen den Blick auf die Grenzen der Fiskalpolitik nicht verstellen. Schuldenfinanzierte Fiskalpolitik bleibt ein Notfallinstrument, dessen Anwendung auf schwere Rezessionen

begrenzt bleiben sollte. Der großzügige Einsatz der Fiskalpolitik darf nach der Überwindung der Coronarezession nicht zum süßen Gift der Wirtschaftspolitik werden, dessen Einsatz langfristig die Wachstumskräfte schwächt, den staatlichen Schuldenstand immer weiter in die Höhe treibt und längerfristig auch zu Inflation führen kann.

Das Kosten-Nutzen-Verhältnis der staatlichen Interventionen wird immer ungünstiger, je stärker sich die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft normalisiert. Im Fall sektorspezifischer Maßnahmen drohen sich bei einer langen Laufzeit zudem notwendige Strukturanpassungen zu verzögern, was sich letztlich dämpfend auf das Wirtschaftswachstum auswirkt. Anhaltende Liquiditätshilfen für Unternehmen ohne nachhaltige Ertragsperspektiven würden Insolvenzen nur verzögern, aber nicht verhindern, und damit Wachstumschancen für ertragsreichere Unternehmen behindern.

Aus diesen Gründen sollten die fiskalpolitischen Maßnahmen nur wie geplant mit kurzer Befristung in Kraft bleiben. Dies gilt auch für die Sonderregeln zum Kurzarbeitergeld, deren Laufzeit nicht weit in das Jahr 2021 hinein oder bis 2022 verlängert werden sollte. Der Staat darf Rufen nach Verlängerungen der Maßnahmen nur nachgeben, wenn die konjunkturelle Erholung aufgrund der Entwicklung der Pandemie ernsthaft gefährdet wird.

Auch sollte sich der Staat zügig aus seinen Beteiligun-

gen zurückziehen. Der Staat ist erfahrungsgemäß kein guter Unternehmer, gerade wenn es um die strategische Ausrichtung von Unternehmen oder tiefgrei-

fende Konsolidierungsprogramme geht. Im Grundsatz haben die Bundesregierung wie auch die Europäische Kommission, die staatliche Beihilfen genehmigen muss, dies erkannt. Es bleibt zu hoffen, dass sich der Staat auch tatsächlich möglichst zeitnah aus seinen Beteiligungen wieder zurückzieht.

Schuldenabbau nicht verschleppen

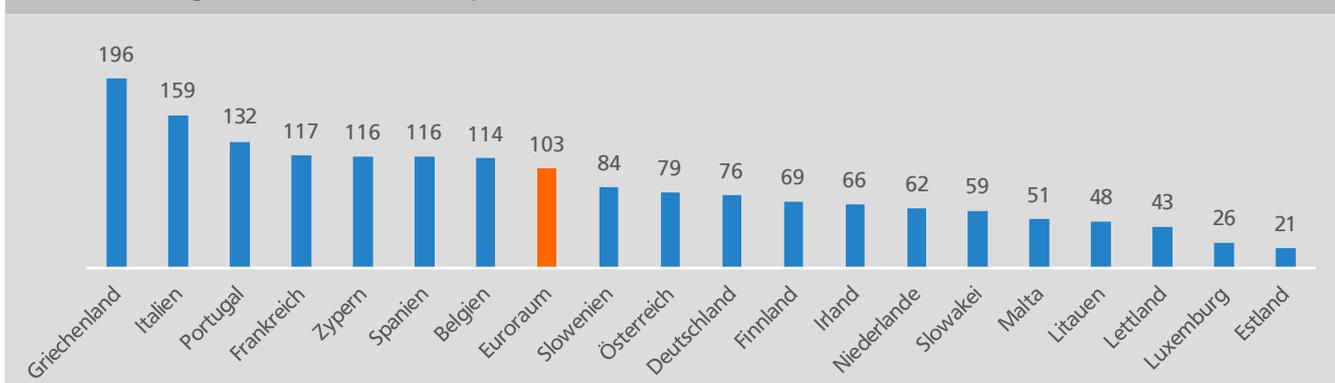
Neben dem raschen Rückzug aus den direkten Beteiligungen des Staates darf auch die Rückführung der staatlichen Schulden auf keinen Fall aufgeschoben werden. Die Wichtigkeit solider Staatsfinanzen hat sich aktuell anhand der Coronapandemie noch einmal plastisch gezeigt. Deutschland hat heute aufgrund seiner an den Vorgaben des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie der deutschen Schuldenbremse orientierten Konsolidierungspolitik die nötige Handlungsfähigkeit und kann Unternehmen, Selbständige und Arbeitnehmer besser vor den wirtschaftlichen Folgen schützen als Länder mit geringem „Fiscal space“.

Den europäischen Fiskalregeln muss daher unbedingt neues Leben eingehaucht werden. Die Defizitgrenze von 3 % und die Schuldengrenze von 60 % sind Teil der europäischen Verträge und stehen somit auf Ver-

Staatliche Schuldenquoten im Euroraum

Staatsverschuldung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, 2020

Abb. 3



Quelle: Prognosen der Europäischen Kommission

fassungsrang. Eine dauerhafte Verletzung dieser Grenzen kann nicht mit den zahlreichen Ausnahmeklauseln des Stabilitäts- und Wachstumspakts gerechtfertigt werden. Hinzu kommen die vertraglichen Zusagen der Länder des Euroraums zur Einführung einer Schuldenbremse mit Verankerung in der nationalen Verfassung aus dem im Jahr 2012 ratifizierten Fiskalpakt. Die europäische Kommission darf als „Hüterin der Verträge“ nicht weiter Verletzungen der Regeln mit Nachsicht hinnehmen.

Geld- und Fiskalpolitik – schwierige Beziehung

In der jetzigen Situation werden die Gefahren der hohen Schuldenstände durch die extreme Geldpolitik der EZB kaschiert. Die EZB nimmt einen substantiellen Anteil der neuen Staatsschulden durch die Aufstockung ihrer Anleihekaufprogramme in ihre Bilanz auf und damit aus dem Markt. Ende Juli hatte die EZB Staatsanleihen in Höhe von 2.260 Mrd. Euro im Rahmen ihrer „normalen“ geldpolitischen Programme in der Bilanz zuzüglich 440 Mrd. Euro im Rahmen ihres Coronaprogramms PEPP. Das Gesamtvolumen lag damit bei 2.700 Mrd. Euro oder fast ein Viertel der gesamten Staatsschuld (22,5 %).

Dieses Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik ist unabhängig von der rechtlichen Frage, wo die Grenze der europarechtlich verbotenen monetären Staatsfinanzierung beginnt, auch ökonomisch höchst problematisch. Daher sollte die EZB sorgfältig überlegen, ob weitere Aufstockungen ihres Anleihekaufprogramms wirklich zwingend nötig sind. Bei einer Festigung der konjunkturellen Erholung sollte sie eine klare Exit-Perspektive aus dem Anleihekaufprogramm aufzeigen.

Die enge Verbindung von Fiskal- und Geldpolitik kann zu einer Gefahr für die Unabhängigkeit der Notenbank und damit auch für die Preisstabilität werden. Würde die EZB beispielsweise im Zuge einer konjunkturellen Erholung mit steigenden Inflationsraten ihre Anleihebestände reduzieren, hätte dies steigende Finanzierungskosten der Mitgliedsstaaten zur Folge. Dies würde sich besonders bei den Mitgliedstaaten bemerkbar machen, die besonders hohe Schuldenquoten aufweisen. Zu erwarten ist ein starker politischer Druck, mit Blick auf die Stabilität der Staatsfinanzen

geldpolitisch vorsichtig zu agieren. Würde die EZB darauf Rücksicht nehmen, würde sie ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität gefährden. Die glaubwürdige Erfüllung des Stabilitätsziels ist aber ein zentraler Teil der Legitimation der EZB als unabhängig entscheidende Institution. Leidtragende solcher Kompromisse wären vor allem die Privaten Haushalte in Form einer Kaufkraftentwertung ihrer Geldvermögen.

EU-Finanzmittel gezielt einsetzen

Der im Juli von den europäischen Staats- und Regierungschefs beschlossene EU-Aufbauplan „Next Generation EU“ stellt ein wichtiges Instrument zur Unterstützung der konjunkturellen Erholung und zur Stärkung der Wachstumskräfte in der EU dar, ist aber auch mit beträchtlichen Risiken verbunden. Er wäre von vorne herein unnötig gewesen, wenn alle Mitgliedsstaaten ihre fiskalischen Verpflichtungen seit der Einführung des Euro eingehalten hätten. Dann hätten alle Mitgliedstaaten aus eigener Kraft die nötigen finanzpolitischen Maßnahmen auf den Weg bringen können.

Nun muss das Maßnahmenpaket nach seiner Ratifizierung so umgesetzt werden, dass es seine Ziele auch erreicht. Diese sind die Stärkung des Aufschwungs und die nachhaltige Erhöhung des Wachstums durch Investitionen, insbesondere mit Blick auf die grüne und digitale Wende.

Ein wichtiges Element des Aufbauprogramms ist die Überprüfung der von den Mitgliedsstaaten vorzulegenden erstellten Aufbau- und Resilienzpläne. Die Reformzusagen dürfen sich jetzt auf keinen Fall als Lippenbekenntnisse herausstellen. Die Investitionen müssen zielgerichtet eine Stärkung der Wachstumskräfte zur Folge haben. Das Ziel, durch Solidarität den Zusammenhalt zu stärken, würde sonst in sein Gegenteil verkehrt. Für die Bewertung zuständig ist die Kommission, danach folgt die Billigung durch den Europäischen Rat, der hierbei mit qualifizierter Mehrheit entscheidet und somit ein Vetorecht besitzt.

EU-Recht weit gedehnt

Die einzige Legitimation der EU zum fiskalischen Handeln ergibt sich aus dem Notfallparagrafen 122 (2) des

Vertrags über die Arbeitsweise der EU (AEUV), der finanziellen Beistand im Fall von Naturkatastrophen und außergewöhnlichen Ereignissen grundsätzlich ermöglicht. Dann kann der Rat auf Vorschlag der Kommission beschließen, einem Mitgliedsstaat unter bestimmten Bedingungen finanziellen Beistand der Union zu gewähren. Diese Bestimmung wird mit dem vorliegenden Aufbauplan sehr weit gedehnt. Ob dies dem EU-Recht noch entspricht, ist noch nicht klar zu beantworten.

Die Hilfe sollte in einem unmittelbaren Kontext zu dem außergewöhnlichen Ereignis stehen. Dies ist für unmittelbare Coronahilfen beispielsweise im Gesundheitswesen nachvollziehbar, bei Investitionshilfen für Strukturreformen ist dies nicht eindeutig klar. Auch gehen die Hilfen weder an einzelne Länder, noch ist die Höhe der Hilfen klar genug von den coronabedingten wirtschaftlichen Schäden abhängig. Darüber hinaus ist der Zeitraum der Hilfeleistungen vergleichsweise lange. So kann die Kommission bis 2026 Mittel aufnehmen, einem Jahr, in dem hoffentlich die Coronakrise bereits weit in der Vergangenheit liegen wird. Zudem können das Ausmaß des Programms sowie der sehr lange Zeitraum zur Schuldentilgung (bis zum Jahr 2058) als Überdehnung des Notfallparagrafen gedeutet werden. Zu diesem Ergebnis kommt auch eine Studie des Freiburger Thinktanks Centrum für europäische Politik (cep) von Ende Juli.

Genauso umstritten ist nach Ansicht vieler Juristen die rechtliche Zulässigkeit der umfangreichen Verschuldung der EU, mit der das Aufbauprogramm finanziert werden soll. Bislang wurden die Regelungen im AEUV so gedeutet, dass sie die Möglichkeit einer Verschuldung nur in engen Grenzen zulassen, sicher aber nicht in dem jetzt beschlossenen Umfang. Bedenklich ist auch die Verwendung eines großen Teils der Mittel als Transfers an die Mitgliedsstaaten.

Notfallinstrument darf nicht zum Standard werden

Auf keinen Fall darf es dazu kommen, dass die nun eingeführte Notfallhilfe sich zu einem neuen Standard verselbständigt. Das Interesse daran dürfte trotzdem groß sein, sowohl bei den potenziellen Haupt-Empfängern als auch bei der Europäischen Kommission,

deren Einfluss proportional mit den von ihr verantworteten Finanzmitteln wachsen dürfte.

Im Zuge der sich abzeichnenden Einigung auf den Aufbauplan war im Frühjahr oft die Rede von einem „Hamilton-Moment“. Diesen Vergleich zog auch Bundesfinanzminister Olaf Scholz in einem Interview mit der Zeit im Mai. Markante Worte fand auch der EU-Ratspräsident Charles Michel, der im Nachgang der Einigung der Staats- und Regierungschefs auf den Aufbauplan die Situation eine „Kopernikanische Wende“ nannte. Als Hamilton-Moment wird die Umwandlung der Schulden der Einzelstaaten der USA in Bundesschulden im Jahr 1790 durch den damaligen Finanzminister Alexander Hamilton bezeichnet. Dieser Schritt war eine wichtige Entscheidung bei der Herausbildung einer starken Zentralregierung in den USA.

Diese Vergleiche zeigen, dass es vielen Politikern bei der Einführung des Aufbaufonds um mehr geht als um Solidarität in einer historischen Ausnahmesituation. Doch hinkt der Vergleich mit den USA. Das Aufbauinstrument ist eine Notfallhilfe und kein Schritt zur tieferen Integration des Euroraums. Europa ist kein Zentralstaat und es gibt keine ernsthafte Debatte darüber, der EU wesentliche neue rechtliche Entscheidungskompetenzen zu übertragen, die aktuell bei den Mitgliedsstaaten liegen. Mit dem Hilfspaket der Coronahilfen sollte die EU diese Kompetenzen auch nicht „durch die Hintertür“ einführen. Mit dem Aufbauplan wird der EU weder dauerhafte Verschuldungsfähigkeit ermöglicht noch der EU eine Kompetenz in der Konjunkturpolitik zugewiesen. Potenzielle Themenfelder für weitere Integrationsschritte gäbe es viele - beispielsweise im Bereich der Verteidigungspolitik oder beim gemeinsamen Grenzschutz. Bislang war aber die Bereitschaft der nationalen Parlamente und Regierungen, zugunsten Europas auf eigene Zuständigkeiten zu verzichten, kaum vorhanden. ■

Finanzmärkte – Aufwärtsrevision der Inflationssichten

Aktienmärkte volatil

Die Aktienmärkte befinden sich weiterhin im Aufwärtstrend. Allerdings bewegen sich die internationalen Aktienindizes volatil. Das Risiko einer weiteren Coronawelle und einer schwächer als erwarteten konjunkturellen Entwicklung nährt Sorgen vor Rückschlägen. Dennoch bewegen sich die Werte von Dow Jones (rund 28.500 Punkte), DAX (rund 13.000 Punkte) und Eurostoxx (rund 3.300 Punkte) deutlich über den Tiefpunkten im Februar dieses Jahres.

Konjunktur noch im Tief, aber mit Trendwende?

Die für die Berechnung der BVR Inflationssichten verwendeten Konjunkturindikatoren befinden sich auf tiefem Niveau. Allerdings steigen die Produktion, die Auftragseingänge und –volumen langsam wieder an. Das Wirtschaftsklima ist weiter aufwärtsgerichtet, allerdings ebenfalls von einem niedrigen Niveau ausgehend. Die Erholung ist somit in Gang gekommen. Allerdings ist der Weg zum Vorkrisenniveau noch sehr lang. Zudem bleibt das Risiko eines „Double Dip“ infolge einer zweiten Welle der Coronapandemie weiterhin bestehen. Und auch die geopolitischen Risiken steigen im Zuge des US-Wahlkampfes wieder deutlich an.

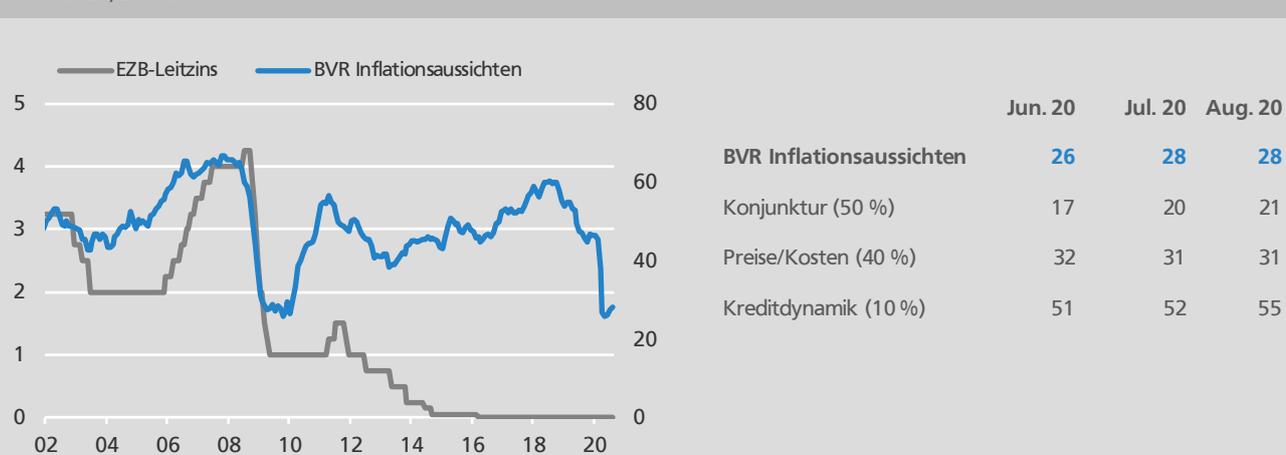
Energiepreise eher mit Abwärtsrisiken

Die Preis- und Kostenindikatoren zeigen weiterhin kaum Inflationsdruck an. Dies dürfte in den kommenden Monaten auch so bleiben. Die schwache Weltkonjunktur kann die Produktion aktuell nicht an die Kapazitätsgrenzen bringen und die Preise steigen lassen. Auch die verhaltene Nachfrage nach Energie, verbunden mit einem leichten Angebotsüberhang, spricht eher für sinkende als für steigende Energiepreise. Aufgrund der erhöhten Arbeitslosigkeit sind auch keine steigenden Lohnkosten zu erwarten.

Solides Kreditwachstum

Das Kreditwachstum im Euroraum ist weiterhin mit Zuwachsraten nahe 5 % solide. Allerdings taugt das Kreditwachstum aktuell nicht als Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung, da ein Großteil durch Unsicherheit und Liquiditätsengpässe getrieben sein dürfte. Unser Inflationsindikator steigt dennoch – aufgrund der Konjunkturkomponente – leicht auf 28 Punkte an. Auch den Vormonatswert haben wir revidiert. ■

BVR Inflationssichten
in Punkten, Euroraum



Die BVR Inflationssichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von „unter, aber nahe von 2 %“ verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragseingang, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream

Konjunktur – Talsohle dürfte allmählich durchschritten werden

Barometer verharrt noch im Keller

Das BVR Konjunkturbarometer liegt im August bei niedrigen 18 Punkten und bleibt damit gegenüber den Vormonaten unverändert. Es signalisiert, dass die Erholung von der durch die Coronavirus-Pandemie ausgelösten Rezession bei weitem nicht so rasant verlaufen wird, wie die vorherige Talfahrt. Die gesamtwirtschaftliche Talfahrt hatte sich zuletzt erheblich beschleunigt. Nach ersten amtlichen Schätzungen ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 2. Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um 11,3 % eingebrochen und damit so stark wie noch nie seit Berechnung der vierteljährlichen BIP-Daten im Jahr 1970. Für das laufende 3. Quartal zeichnet sich angesichts der vorgenommenen Lockerungen von Krisenmaßnahmen und der umfangreichen staatlichen Hilfsprogramme wieder ein BIP-Anstieg ab.

Weitere Stimmungsverbesserung

Auf eine gesamtwirtschaftliche Erholung im 3. Quartal deuten auch die Stimmungsindikatoren des Barometers hin, die sich jüngst – ausgehend von sehr niedrigen Niveaus – weiter verbesserten. Sie befinden sich mit

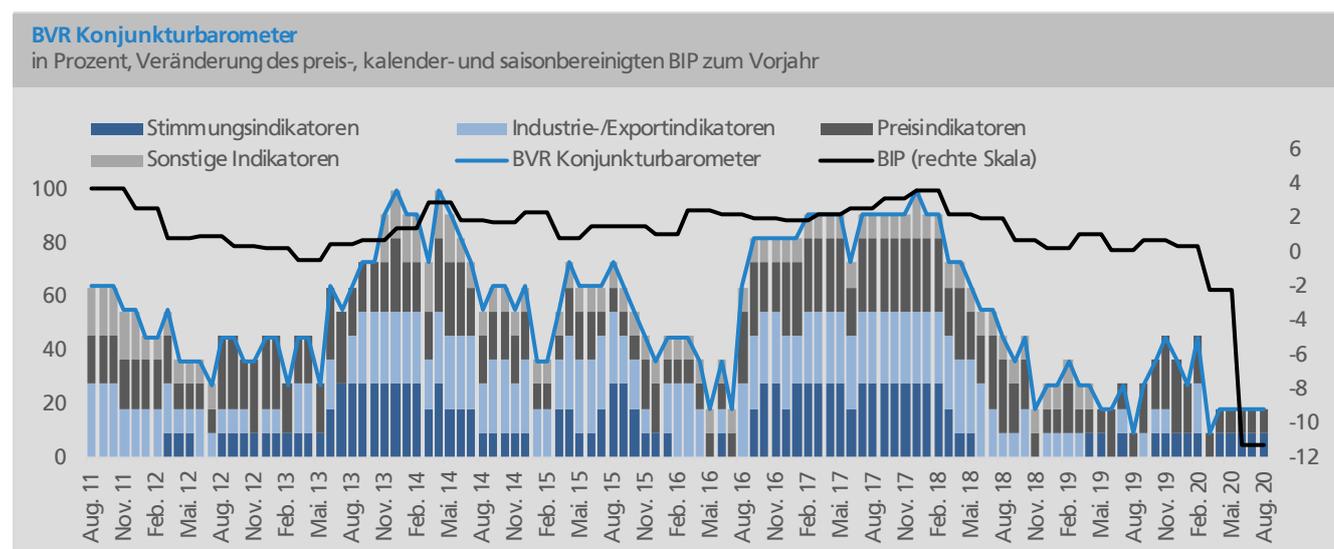
Ausnahme der ZEW-Konjunkturerwartungen aber nach wie vor unter ihren Vorjahresständen.

Erholung der Industrie-/Exportdaten

Auch bei den Industrie-/Exportdaten hat sich jüngst die Erholung vom Einbruch fortgesetzt. Die Industrieproduktion legte im Juni gegenüber Mai um kräftige 22,8 % zu, getrieben von einem außerordentlichen Produktionsplus bei den Kfz- und Kfz-Teilerstellern (+54,7 %). Von der Industrie-/Exportdaten-Komponente geht allerdings weiterhin keine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus, da die Indikatoren noch immer unter ihren Vorjahreswerten liegen, ebenso wie die sonstigen Indikatoren.

Tendenz-Veränderungen bei den Preisen

Die Preiskomponente wirkt nach wie vor leicht erhöhend auf das Barometer. Bei den einzelnen Indikatoren haben sich aber wie erwartet Tendenz-Veränderungen ergeben. Während die Verbraucherpreise jüngst, im Juli, erstmals seit 2015 unter ihren Vorjahresstand fielen (-0,1 %), stieg das Börsenbarometer DAX erstmals seit Februar wieder über seinen Vorjahreswert. ■



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungsindekatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragsingang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream