

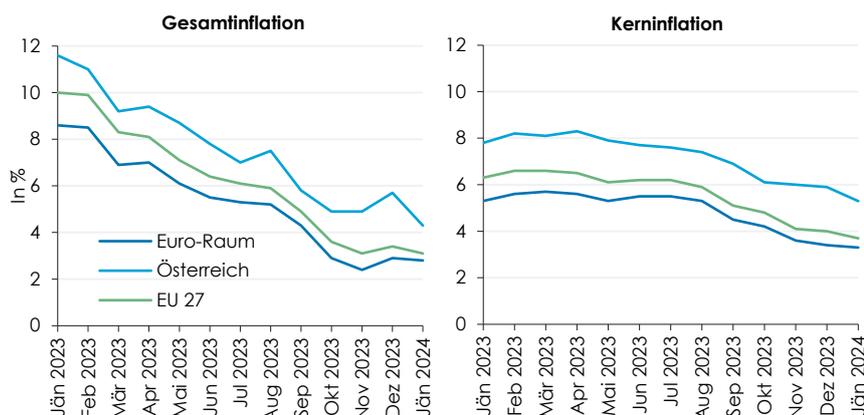
Europäische Wirtschaftspolitik 2023

Robuster Arbeitsmarkt trotz schwacher Konjunktur und gestraffter Geldpolitik

Atanas Pekanov

- Über das gesamte Jahr 2023 verzeichneten sowohl die EU als auch der Euro-Raum nur ein schwaches Wirtschaftswachstum, der Arbeitsmarkt blieb aber trotzdem sehr robust.
- Die Europäische Zentralbank setzte 2023 die Straffung der Geldpolitik fort, um die Inflation im Euro-Raum einzudämmen. Die konsolidierte Bilanz des Eurosystems sank 2023 deutlich und erstmals seit Beginn des "Quantitative Easing" im Jahr 2015 in großem Umfang.
- Die fiskalpolitische Ausrichtung blieb in den meisten EU-Ländern expansiv, jedoch begannen die Länder, ihre Haushaltsdefizite allmählich zu verringern.
- Die Reform der Fiskalregeln erlaubt mehr Spielraum und Flexibilität, die in akuten Wirtschaftskrisen notwendig sind, brachte jedoch nicht die notwendige Transparenz, da die neuen Fiskalregeln noch komplexer sind. Die wichtigsten neuen Teile im reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt sind die "nationalen mittelfristigen strukturellen finanzpolitischen Pläne" und ein neuer Referenzpfad zur Erreichung dieser Ziele. Bei einem öffentlichen Schuldenstand von über 60% müssen die Mitgliedsländer einen Referenzpfad zum Schuldenabbau vorlegen.
- Der neue Fokus auf Industriepolitik setzt durch eine Lockerung der staatlichen Beihilferegeln die Integrität des Binnenmarktes unter Druck.

Inflation bzw. Kerninflation im internationalen Vergleich



"Die geldpolitische Straffung führte im Laufe des Jahres 2023 zu einer kontinuierlichen Verschärfung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen."

Die Inflation verlangsamte sich im Laufe des Jahres 2023 deutlich. Im Euro-Raum lag die Inflationsrate im November 2023 mit 2,4% nahe am Zielwert der EZB, nachdem sie zu Jahresbeginn noch 8,6% betragen hatte (Q: Eurostat, Macrobond).

Europäische Wirtschaftspolitik 2023

Robuster Arbeitsmarkt trotz schwacher Konjunktur und gestraffter Geldpolitik

Atanas Pekanov

Europäische Wirtschaftspolitik 2023. Robuster Arbeitsmarkt trotz schwacher Konjunktur und gestraffter Geldpolitik

Über das gesamte Jahr 2023 verzeichneten sowohl die EU als auch der Euro-Raum nur ein schwaches Wirtschaftswachstum. Der Arbeitsmarkt blieb dennoch robust – die Arbeitslosigkeit verharrte im Euro-Raum im gesamten Jahr 2023 auf dem niedrigsten Niveau seit der Einführung des Euro. Die Europäische Zentralbank setzte 2023 die Straffung der Geldpolitik fort, um die Inflation einzudämmen. Die konsolidierte Bilanz des Eurosystems sank 2023 deutlich und erstmals seit Beginn des "Quantitative Easing" im Jahr 2015 in großem Umfang. Die Fiskalpolitik blieb in den meisten EU-Ländern expansiv ausgerichtet, jedoch begannen die Länder, ihre Haushaltsdefizite allmählich zu verringern. Der Fortschritt bei der Umsetzung der Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility – RRF) verlangsamte sich 2023 erheblich, was auf beträchtliche Schwierigkeiten bei der Implementierung hinweist. Nach jahrelangen Diskussionen wurde 2023 die Reform des europäischen fiskalpolitischen Rahmens unter den Mitgliedsländern abgestimmt. Der neue Fokus auf Industriepolitik setzt durch eine Lockerung der staatlichen Beihilferegeln die Integrität des Binnenmarktes unter Druck.

JEL-Codes: E60, F01, G01, H12 • **Keywords:** Fiskalpolitik, Geldpolitik, Aufbau- und Resilienzfazilität, Stabilitäts- und Wachstumspakt

Begutachtung: Margit Schratzenstaller • **Wissenschaftliche Assistenz:** Ursula Glauninger (ursula.glauninger@wifo.ac.at), Cornelia Schobert (cornelia.schobert@wifo.ac.at) • Abgeschlossen am 8. 4. 2024

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

European Economic Policy 2023. Robust Labour Markets amidst Weak Economic Growth and Tightened Monetary Policy

Throughout 2023, both the EU and the euro area recorded weak economic growth only. Nevertheless, the labour market remained robust – unemployment in the euro area remained at its lowest level since the introduction of the euro throughout 2023. The European Central Bank continued to tighten monetary policy in 2023 in order to curb inflation. The consolidated balance sheet of the Eurosystem fell significantly in 2023 and for the first time on a large scale since the start of quantitative easing in 2015. Fiscal policy remained expansionary in most EU countries, but countries began to gradually reduce their budget deficits. Progress in the implementation of the Recovery and Resilience Facility (RRF) slowed considerably in 2023, indicating considerable difficulties in implementation. After years of discussions, the reform of the European fiscal policy framework was agreed among the member countries in 2023. The new focus on industrial policy is putting pressure on the integrity of the single market by relaxing state aid rules.

1. Konjunktur schwach, Inflation rückläufig

2023 wuchs die Wirtschaft sowohl in der EU als auch im Euro-Raum nur schwach. Der Arbeitsmarkt blieb dennoch robust.

Über das gesamte Jahr 2023 verzeichneten sowohl die EU als auch der Euro-Raum nur ein schwaches Wirtschaftswachstum. In der EU schwankte das unterjährige BIP-Wachstum zwischen $\pm 0\%$ und $+0,1\%$ gegenüber dem Vorquartal; im IV. Quartal 2023 stagnierte es sowohl in der EU als auch im Euro-Raum. Die Konjunkturflaute wurde vor allem durch die schwächelnde Industrieproduktion verursacht, die in einigen Monaten sogar schrumpfte (März 2023: EU $-3,6\%$, Euro-Raum $-3,9\%$ gegenüber dem Vormonat), sich aber im Dezember leicht erholte ($+1,6\%$). Auch im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe expandierte die Produktion zu Jahresende.

2024 droht eine weitere Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Europa, falls sich

die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung noch nicht vollständig manifestiert haben oder der Welthandel aufgrund geopolitischer Spannungen schrumpft. Wenn der Anstieg der Realeinkommen in höheren Konsumausgaben mündet, würde dies dagegen das Wachstum unterstützen.

Der Arbeitsmarkt blieb 2023 trotz der Konjunkturschwäche robust. In der EU lag die Arbeitslosenquote im Jänner 2023 bei $6,1\%$, blieb das ganze Jahr über stabil und ging bis Dezember 2023 leicht auf 6% zurück (Euro-Raum: Jänner $6,6\%$, Dezember $6,5\%$). Trotz der stagnierenden Wirtschaftsleistung und der kräftigen geldpolitischen Straffung, die auch die Finanzierung erschwerte und einzelne Sektoren, etwa das Bauwesen, stark belastete, lag die Arbeitslosigkeit damit auf

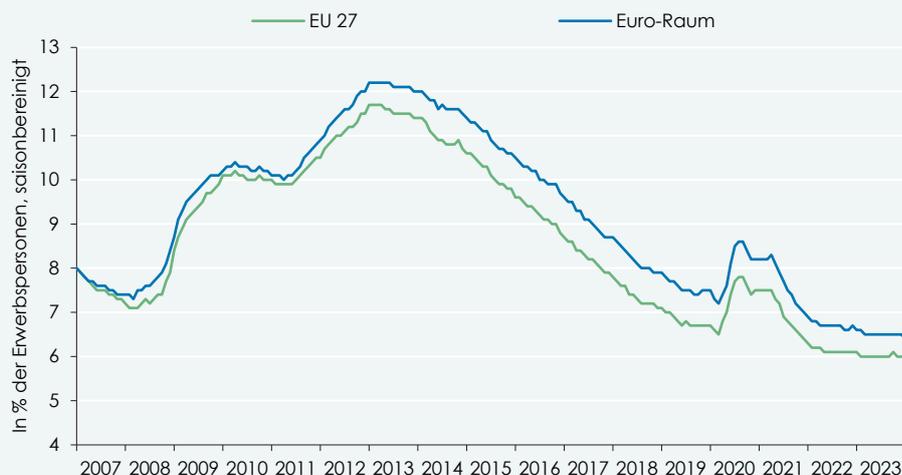
dem niedrigsten Niveau seit der Euro-Einführung.

Die Inflation auf Basis des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) verlangsamte sich im Laufe des Jahres 2023 deutlich. In der EU lag sie im Jänner 2023 noch bei 10,0%, im Euro-Raum bei 8,6% und war damit mehr als viermal so hoch wie das Inflationsziel der EZB, sank jedoch bis November 2023 auf 3,1%

(EU) bzw. 2,4% (Euro-Raum). Wegen des Auslaufens fiskalischer Maßnahmen zur Dämpfung der Energiepreise erhöhte sich die Inflationsrate im Dezember wieder leicht auf 3,4% bzw. 2,9%. Dieser Anstieg war jedoch geringer als erwartet. Auch die Kerninflation reduzierte sich im Laufe des Jahres (Euro-Raum: Jänner 5,3%, Dezember 3,4%). 2024 dürfte die Inflation weiter zurückgehen (siehe Kapitel 2).

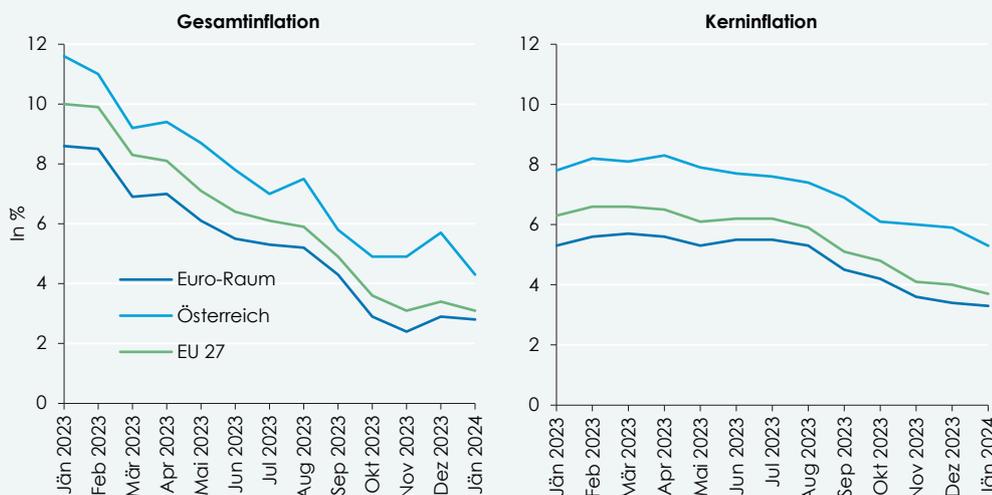
Die Inflation verlangsamte sich im Jahresverlauf 2023 deutlich. Auch die Kerninflationsrate ging zurück.

Abbildung 1: **Arbeitslosenquote in der EU 27 und im Euro-Raum**



Q: Eurostat, Macrobond.

Abbildung 2: **Inflation bzw. Kerninflation im internationalen Vergleich**



Q: Eurostat, Macrobond.

2. Geldpolitik weiter gestrafft

Die Europäische Zentralbank setzte 2023 die Straffung der Geldpolitik fort, um die Inflation im Euro-Raum einzudämmen. Die Leitzinssätze wurden in sechs aufeinander folgenden Sitzungen des EZB-Rates angehoben –

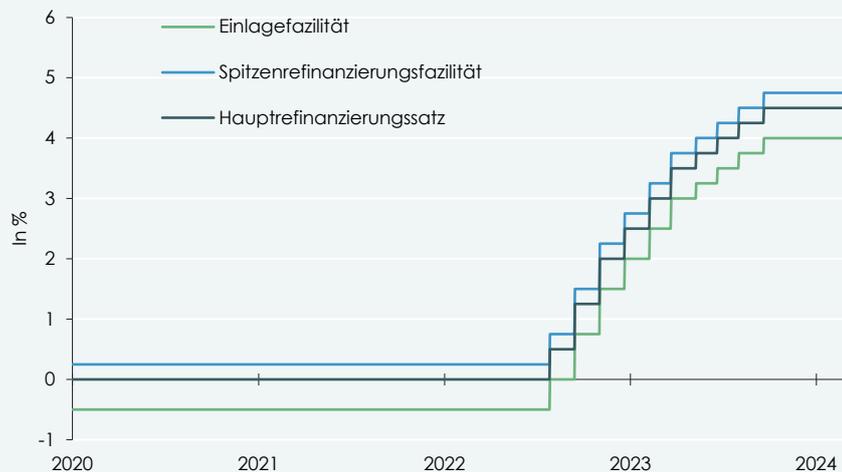
im Februar und März 2023 jeweils um 50 Basispunkte und bei den folgenden vier Sitzungen um je 25 Basispunkte. Die letzte Erhöhung fand am 20. September 2023 statt, wobei die EZB signalisierte, von weiteren

Die EZB setzte 2023 weitere Straffungsschritte, um die Inflation im Euro-Raum einzudämmen. Die konsolidierte Bilanz des Eurosystems reduzierte sich erstmals seit 2015 deutlich.

Zinsschritten abzusehen. Der EZB-Rat sei der Ansicht, "dass die EZB-Leitzinsen ein Niveau erreicht haben, das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird" (Europäische Zentralbank, 2023).

Mit der Anhebung vom September 2023 erreichte der Hauptrefinanzierungssatz 4,50%, der Einlagensatz 4,00% und der Spitzenrefinanzierungssatz 4,75% (Abbildung 3).

Abbildung 3: **Leitzinssätze der EZB**



Q: EZB, Macrobond.

Die konsolidierte Bilanz der EZB und der nationalen Zentralbanken sank 2023 deutlich und erstmals seit Beginn des "Quantitative Easing" im Jahr 2015 in großem Umfang (Abbildung 4). Ende September 2023 lag sie um 19,8% unter dem hohen Wert des Vorjahres (7.066 Mrd. € nach 8.810 Mrd. €) und im Dezember 2023 um 12,8% unter dem Vorjahresniveau. Die Politik der Bilanzreduzierung, getrieben durch das Auslaufen der Wertpapierankaufprogramme – des Asset Purchase Programme (APP) und mit Ende 2024 auch des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) – wird weiterhin die Zinssätze auf den Anleihemärkten erhöhen. Das APP-Portfolio wird in vorhersehbarem Tempo reduziert, da die Tilgungszahlungen aus abreifenden Wertpapieren nicht mehr reinvestiert werden. Tilgungszahlungen aus auslaufenden Wertpapieren, die im Rahmen des PEPP erworben wurden, sollen in der ersten Jahreshälfte 2024 noch vollständig reinvestiert werden. Im 2. Halbjahr 2024 wird das PEPP-Portfolio dann um durchschnittlich 7,5 Mrd. € pro Monat verkleinert, bis schließlich mit Jahresende 2024 auch diese Reinvestitionen eingestellt werden. Der EZB-Rat wird bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel agieren, um etwaigen Risiken für den geldpolitischen Übertragungsmechanismus entgegenzuwirken.

Die Geldmenge M3 entwickelte sich im Juli 2023 erstmals seit Mitte 2010 negativ (-0,4% gegenüber dem Vorjahresmonat). Der Rück-

gang verstärkte sich im August 2023 weiter auf -1,3% – ein klares Zeichen für die Wirksamkeit der geldpolitischen Straffung durch die EZB. Er ist hauptsächlich auf die Schrumpfung der Sichteinlagen zurückzuführen, während die mehr als 3 Monate gebundenen Einlagen um 86% zunahm (Juni 2023).

Die geldpolitische Straffung hatte im Laufe des Jahres 2023 eine kontinuierliche Verschärfung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen zur Folge. Gemäß den EZB-Kreditumfragen vom Juli, Oktober und Dezember 2023 wurden die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte zunehmend restriktiv. Die Kreditnachfrage blieb weiterhin schwach und ging im Laufe des Jahres deutlich zurück. Die Kreditzinssätze für Unternehmenskredite im Euro-Raum betragen im Jänner 2023 3,6% und im Dezember 2023 5,2%. Die durchschnittlichen Zinssätze für Wohnbaukredite an private Haushalte stiegen im gleichen Zeitraum von 3,1% auf 4,0%. In Österreich betragen die Zinssätze für Unternehmenskredite Anfang 2023 3,15% und für Wohnbaukredite der privaten Haushalte 2,54%, Ende des Jahres erhöhten sie sich auf 4,53% bzw. 3,22%.

2024 dürfte die Inflation im Euro-Raum weiter abnehmen. Einerseits konnten die Angebotschocks weitgehend überwunden werden – die Energiepreise, insbesondere die der Erdgaspreise, sind deutlich und nahezu auf das Niveau vor Ausbruch des Ukraine-Krieges gesunken, während die Störungen in den Lie-

Die geldpolitische Straffung führte im Laufe des Jahres 2023 zu einer kontinuierlichen Verschärfung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen.

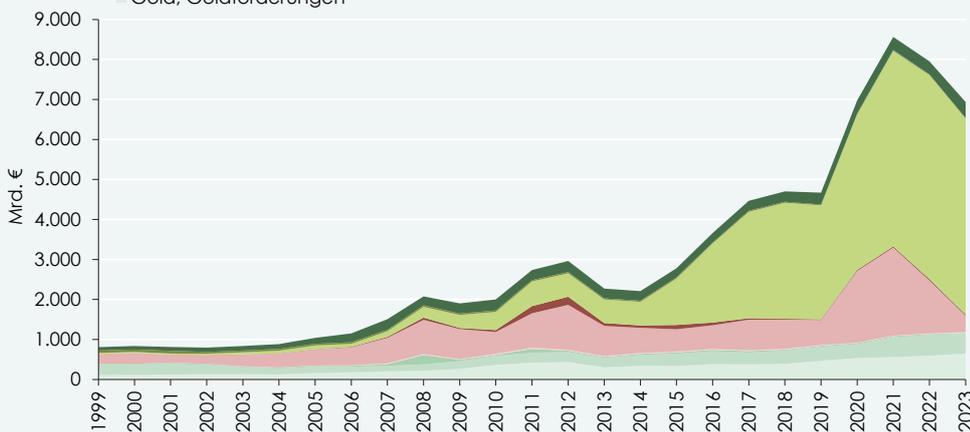
ferketten weniger akut sind. Nachfrageseitig werden die vollen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung inflationsdämpfend wirken, unterstützt durch eine weitere Rückführung der fiskalischen Maßnahmen. Zu einer erneuten Beschleunigung der Inflation könnte es dann kommen, wenn geopolitische Spannungen zu neuen Preisschocks bei

Energie- oder Frachtkosten führen oder wenn Lohnerhöhungen wesentlich kräftiger ausfallen als erwartet. Andererseits könnte die Inflation rascher sinken als prognostiziert, wenn sich die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung noch nicht vollständig materialisiert haben.

Abbildung 4: **Konsolidierte Bilanz des Eurosystems**

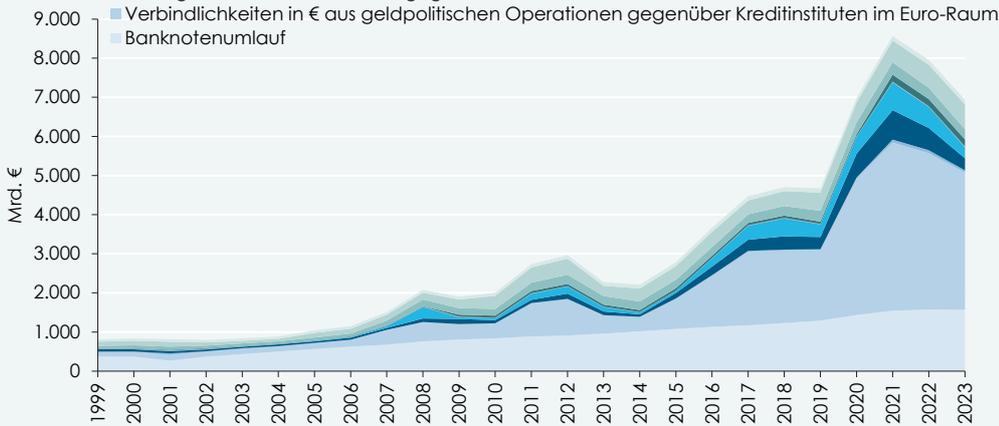
Aktiva

- Sonstige Aktiva
- Forderungen in € an öffentliche Haushalte
- Wertpapiere in € von Ansässigen des Euro-Raums
- Sonstige Forderungen in € an Kreditinstitute im Euro-Raum
- Forderungen in € aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Raum
- Forderungen in € an Ansässige außerhalb des Euro-Raums
- Forderungen in Fremdwährung an Ansässige des Euro-Raums
- Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Raums
- Gold, Goldforderungen



Passiva

- Kapital und Rücklagen
- Ausgleichsposten aus Neubewertung
- Sonstige Passiva
- Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte
- Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Raums
- Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen des Euro-Raums
- Verbindlichkeiten in € gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Raums
- Verbindlichkeiten in € gegenüber sonstigen Ansässigen des Euro-Raums
- Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen
- Sonstige Verbindlichkeiten in € gegenüber Kreditinstituten im Euro-Raum
- Verbindlichkeiten in € aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Raum
- Banknotenumlauf



Q: EZB.

Zur Schätzung des angemessenen Niveaus der nominalen Zinssätze greifen Ökonom:innen und führende Zentralbanken auf das Konzept des natürlichen Zinssatzes r^* zurück.

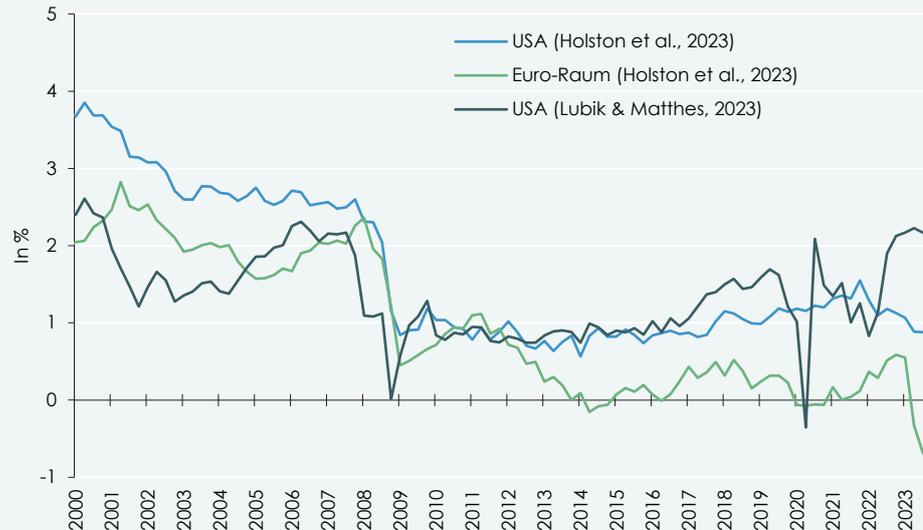
Zur Schätzung des angemessenen Niveaus der nominalen Zinssätze haben Ökonom:innen und führende Zentralbanken das Konzept des natürlichen Zinssatzes r^* diskutiert und erforscht (Boocker et al., 2023). Der natürliche Zinssatz r^* ist der reale Zinssatz, bei dem die Geldpolitik weder expansiv noch kontraktiv ist. Nach der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise und der langanhaltenden Senkung der nominalen Zinssätze auf nahe null, war der reale Zinssatz in den Industrieländern sehr niedrig. Mit Einsetzen des Inflationsschocks im Jahr 2022 stiegen die realen Zinssätze wieder an. Daher wird derzeit diskutiert, ob sie nach Abklingen des Schocks wieder auf sehr niedrige Niveaus zurückkehren werden (Benigno et al., 2024). Das würde voraussetzen, dass die nominalen Zinssätze wieder rasch sinken.

r^* ist keine beobachtbare Variable und kann daher nur mithilfe spezifischer Modelle geschätzt werden. Es gibt zwei Arten von Schätzungen des Gleichgewichtszinssatzes r^* . Die Modelle für strukturelle Schätzungen werden durch strukturelle Faktoren bestimmt, die die langfristigen Gleichgewichtszinssätze beeinflussen – insbesondere das Produktivitätswachstum, die demografische Entwicklung sowie die Verfügbarkeit von Kapital und sicheren Vermögenswerten. Diese

Faktoren haben sich durch die COVID-19-Pandemie nicht wesentlich verändert und weisen daher weiterhin auf sehr niedrige Gleichgewichtszinssätze hin (Cesa-Bianchi et al., 2022; Obstfeld, 2023). Zyklische sensitive Schätzungen – die zweite Art von Schätzmodellen – wurden dagegen stärker durch kurzfristige Entwicklungen getrieben, da sie sensibler auf Konjunkturschwankungen reagieren. Zyklische Schätzungen von r^* wurden daher aufgrund von Energiepreissteigerungen, Lieferkettenproblemen und expansiver Fiskalpolitik nach oben revidiert.

Inwieweit der aktuelle Konjunkturzyklus den realen Zinssatz beeinflusst hat, ist selbst auf Basis zyklischer Schätzmodelle nicht eindeutig. So weist die bekannte Schätzung von Holston et al. (2023) für die USA auf ein niedriges r^* hin, während jene von Lubik und Matthes (2023) einen deutlichen Anstieg von r^* vermeldet (Abbildung 5). Schätzungen von r^* unterlagen bereits vor dem rezenten Inflationsschock einer gewissen Unsicherheit, die sich jetzt aber weiter erhöht hat (Benigno et al., 2024). Da r^* bei adäquater Schätzung ein Anker für die Entscheidungen der Zentralbanken sein sollte, hat die hohe Unsicherheit das Konzept und die Messungen im Allgemeinen in Frage gestellt.

Abbildung 5: Natürlicher Zinssatz in den USA und im Euro-Raum



Q: Federal Reserve Bank of New York, Methodologie nach Holston et al. (2023); Federal Reserve Bank of Richmond, Methodologie nach Lubik und Matthes (2023).

r^* soll als Anker für die Geldpolitik dienen, die Schätzungen sind jedoch sehr unsicher.

Im Euro-Raum ist r^* nach der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 auf Niveaus um oder unter null gefallen. Nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie rutschte r^* in den negativen Bereich und kehrte anschließend wieder auf das Vorkrisenniveau in einem engen Bereich rund um null zurück. Seit dem 2. Halbjahr 2023 liegen einige Schätzungen unter Verwendung struktureller und halb-

struktureller Modelle vor, wonach r^* zwischen $-0,75\%$ und $+0,50\%$ liegt. Brand et al. (2024) ermittelten auf Grundlage einer Vielzahl von Modellen für den Euro-Raum ein Intervall, innerhalb dessen sich r^* derzeit wahrscheinlich bewegt. Im Vergleich zum Vorkrisenniveau von 2019 dürfte sich der Gleichgewichtszinssatz um etwa 30 Basispunkte erhöht haben. Insgesamt erschwert die Mo-

dellunsicherheit die genaue Messung von r^* und seine Verwendung als Anker für die Geldpolitik. Während die zyklischen Schätzungen für den Euro-Raum tendenziell einen

Anstieg von r^* ausweisen, ist es unwahrscheinlich, dass sich die strukturellen Schätzwerte, die mit langfristigen wirtschaftlichen Mustern verbunden sind, erhöht haben.

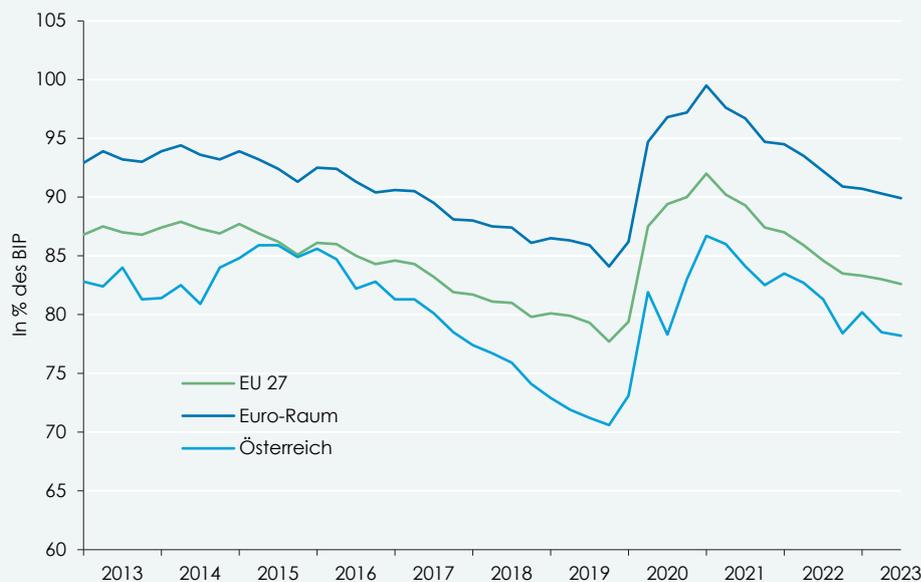
3. Fiskalpolitik weiterhin nicht restriktiv

Die Fiskalpolitik blieb 2023 in den meisten EU-Ländern expansiv ausgerichtet, jedoch begannen die Länder, ihre Haushaltsdefizite allmählich zu verringern. Der Abbau des öffentlichen Schuldenstandes setzte sich nur langsam fort. Sowohl in der EU als auch im Euro-Raum wurde er 2023 um weniger als 1 Prozentpunkt reduziert – in der EU von 83,3% des BIP im I. Quartal 2023 auf 82,6% des BIP im III. Quartal 2023 und im Euro-Raum von 90,7% auf 89,9%. Im letzten Quartal vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie (IV. Quartal 2019) hatten sich die Schulden in der EU 27 auf 77,7% und im Euro-Raum auf 84,1% des BIP belaufen. Sowohl in der EU als auch im Euro-Raum liegt die Verschuldung daher um mehr als 6% über dem Vorkrisenniveau. Wenn das derzeitige Tempo der fiskalischen Konsolidierung beibehalten wird, wird es demnach zwischen 4 und 5 Jahre dauern, das Niveau von 2019 zu erreichen.

Nach dem Ende der Pandemie sind die damit verbundenen fiskalischen Maßnahmen ausgelaufen. Dies hätte zu einer Verringerung der Staatsausgaben führen sollen. Neue staatliche Unterstützungsmaßnahmen zur Abfederung der wirtschaftlichen und sozialen Folgen des Energiepreisanstiegs nach der Invasion der Ukraine durch Russland erhöhten jedoch die Staatsausgaben und dämpften die Steuereinnahmen. Der inflationsbedingte Anstieg der Staatseinnahmen in den Jahren 2022 und 2023 unterstützte kurzfristig die Verringerung der Haushaltsdefizite. Mittelfristig wird sich die hohe Inflation jedoch auch in steigenden Ausgaben niederschlagen, etwa für Vorleistungen, die Gehälter öffentlich Bediensteter sowie für Pensionen und Zinsen.

Die Verringerung des öffentlichen Schuldenstandes setzte sich 2023 nur langsam fort.

Abbildung 6: **Konsolidierte Staatsschuld**



Q: Macrobond, Eurostat.

3.1 NextGenerationEU: Auszahlung der Mittel verzögert sich

Mit NextGenerationEU und seiner Hauptkomponente, der Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility – RRF), führte die EU 2020 neue Instrumente zur Krisenbekämpfung ein, um in den ersten Monaten der COVID-19-Krise Panik auf den

Finanzmärkten zu verhindern und anschließend die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen. Weiters dient NextGenerationEU zur Finanzierung öffentlicher Investitionen in Sektoren, die für die angestrebte grüne und digitale Transformation der EU-Mitgliedsländer entscheidend sind. Die RRF ist auch ein Vehikel für Strukturreformen, da die Auszahlung der Mittel streng an die Durchführung von

Die Aufbau- und Resilienzfähigkeit sollte in den ersten Monaten der COVID-19-Krise Panik auf den Finanzmärkten verhindern und anschließend die Erholung unterstützen.

Bis Mitte 2023 wurden im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfähigkeit gut 150 Mrd. € oder 31% der geplanten Zuschüsse und Darlehen ausbezahlt.

Ende 2023 einigten sich die Finanzminister der EU-Mitgliedsländer auf eine Erneuerung des Regelwerks des Stabilitäts- und Wachstumspaktes.

Bei einem öffentlichen Schuldenstand von über 60% oder einer Defizitquote von über 3% des BIP müssen die Mitgliedsländer der Kommission künftig einen Referenzpfad zum Schuldenabbau vorschlagen.

Reformen gebunden ist. Die Umsetzung der RRF wird jedoch durch beträchtliche Herausforderungen und Verzögerungen erschwert.

Bis Juli 2023 wurden alle nationalen Aufbau- und Resilienzpläne (NRRP) der 27 EU-Mitgliedsländer von der Europäischen Kommission bewertet und vom Europäischen Rat angenommen. Mit der offiziellen Genehmigung der Pläne verhandelten die Mitgliedsländer auch einen Zahlungsplan, der bis zu zwei Zahlungsanträge pro Jahr umfasst. Vor Einreichung eines Zahlungsantrags müssen die Mitgliedsländer eine Reihe von Meilensteinen und Zielen erreichen. "Meilensteine" beziehen sich in der Regel auf die Erreichung eines bestimmten qualitativen Ziels, z. B. die Umsetzung von Gesetzesreformen, die Verabschiedung neuer Gesetze oder die Konzeption nationaler Strategien sowie eines Aktionsplans für ihre Umsetzung. "Ziele" adressieren die Erreichung quantitativer Leistungsergebnisse, die durch die Investitionen und Reformen im NRRP vorangetrieben werden. Die Europäische Kommission muss dann bewerten, ob die Meilensteine und Ziele in ausreichendem Maße erreicht wurden. Wenn dies der Fall ist, zahlt die Kommission die Mittel an die Mitgliedsländer aus, andernfalls vereinbart sie mit dem betreffenden Mitgliedsländer eine Verlängerungsfrist.

Bis Mitte 2023 wurden im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfähigkeit gut 150 Mrd. € ausbezahlt, was 31% der geplanten Zuschüsse und Darlehen entspricht (Europäische Kommission, 2024). In den ersten beiden Jahren der Implementierung der RRF (2021/22) entsprachen die Auszahlungen weitgehend der Planung. 2023 verlangsamten sich Beantragung und Auszahlung jedoch erheblich und es kam zu deutlichen Verzögerungen im Vergleich zur indikativen Planung (Corti et al., 2023). Verzögerungen traten etwa aufgrund von politischen Veränderungen auf, die die Umsetzung von früher verhandelten Reformen erschwerten. Weitere Umsetzungsprobleme ergaben sich aus der Inflationsentwicklung, wodurch die notwendigen Ausgaben für wichtige Investitionsvorhaben deutlich stiegen. Aufgrund fehlender Kapazitäten haben Mitgliedsländer zudem oft Schwierigkeiten mit administrativen Anforderungen, um die nationalen Aufbau- und Resilienzpläne effektiv zu implementieren. Die Anforderungen und die Umsetzung der RRF sollten daher flexibilisiert werden, damit das Programm bis zum Ende der Implementierungsperiode im August 2026 erfolgreich umgesetzt ist.

3.2 Reform der europäischen Fiskalregeln abgeschlossen

Nach jahrelangen Diskussionen wurde 2023 die Reform des europäischen wirtschaftspolitischen Rahmens (Economic Governance Framework) weiterentwickelt und unter den Mitgliedsländern abgestimmt. Der Reform-

prozess war bereits 2019 von der Europäischen Kommission angestoßen worden, um den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu vereinfachen und transparenter zu machen, nachdem Ökonom:innen schon lange die mangelnde Effizienz des Regelwerks kritisiert hatten (Bénassy-Quéré et al., 2018; Pekanov, 2019). Die bisherigen Regeln taugten weder dazu, in Zeiten der Hochkonjunktur die Schuldenstände zu reduzieren, noch ließen sie in Krisenzeiten ausreichende fiskalische Spielräume für Konjunkturbelebungsmaßnahmen zu und mussten daher immer wieder ausgesetzt werden. Um diesen Problemen entgegenzuwirken, wurden mehrere Vorschläge entwickelt (Pekanov, 2022). Im Laufe der Jahre 2022 und 2023 präsentierte die Europäische Kommission mögliche Reformoptionen.

Am 21. Dezember 2023 einigten sich die EU-Finanzminister schließlich auf eine Erneuerung des Regelwerks des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Diese Entscheidung wurde vom Europäischen Rat und vom Europäischen Parlament Anfang Februar 2024 provisorisch bestätigt; der formelle Beschluss erfolgt bis Mai 2024. Das Hauptziel des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, Schuldenstände und Defizite auf eine realistische und nachhaltige Weise zu reduzieren, wurde beibehalten. Trotzdem sollten die Neuerungen künftig genug Spielraum für antizyklische Maßnahmen in Rezessionen und Krisen zulassen.

Die wichtigsten neuen Elemente des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes sind die "nationalen mittelfristigen strukturellen finanzpolitischen Pläne" und ein neuer Referenzpfad zur Zielerreichung. Bei einem öffentlichen Schuldenstand von über 60% des BIP oder einer Defizitquote von über 3% des BIP müssen die Mitgliedsländer der Europäischen Kommission künftig einen Referenzpfad vorschlagen, den diese genehmigen muss. Der Referenzpfad soll sicherstellen, dass der Schuldenstand in einem gewissen Zeitraum – im Normalfall innerhalb von 4 Jahren – sinkt oder mittelfristig ein sinnvolles Niveau erreicht, und erfüllt zwei Ziele: Einerseits muss er den Schuldenabbau gewährleisten, andererseits soll er sicherstellen, dass die jährliche Neuverschuldung im Normalfall einen Puffer bis zum Erreichen des 3%-Defizitziels enthält, sodass in Krisenfällen zusätzliche fiskalische Unterstützungsmaßnahmen möglich sind. Basierend auf dem Referenzpfad müssen die Mitgliedsländer einen Nettoausgabenpfad in ihre nationalen mittelfristigen strukturellen finanzpolitischen Pläne einbetten, der die Beschränkung der Nettoausgaben sicherstellt. Mittels eines Kontrollkontos werden mögliche Abweichungen von diesem länderspezifischen Nettoausgabenpfad verfolgt. Die Pläne und deren Umsetzung werden zunächst von der Europäischen Kommission und dann auch vom Europäischen Rat bewilligt. Wenn die Mitglieds-

länder länger als 4 Jahre für die Anpassung ihrer Nettoausgaben brauchen, können sie eine Fristerstreckung auf 7 Jahre beantragen. Im Gegenzug müssen sie sich jedoch zu zusätzlichen Reformen und Investitionen in den Bereichen des grünen und digitalen Wandels sowie zur Stärkung der sozialen und wirtschaftlichen Resilienz verpflichten, um ihr wirtschaftliches Potenzial und ihre fiskalische Nachhaltigkeit zu verbessern.

Die Reform beseitigt zwar einige der ineffizientesten Komponenten des fiskalischen

Regelwerks, insbesondere die Vorgabe, jährlich ein Zwanzigstel des Schuldenstands abzubauen, die für einzelne EU-Länder unrealistisch war, und schafft somit in akuten Wirtschaftskrisen mehr Spielraum und Flexibilität. Sie bringt jedoch nicht die von vielen Seiten geforderte Transparenz, da die Fiskalregeln noch komplexer geworden sind. Die bilateralen Verhandlungen der Referenzpfade zwischen Mitgliedsländern und Europäischer Kommission bergen zudem das Risiko weiterer politischer Spannungen und sind ebenfalls wenig transparent.

Die Reform bringt nicht die geforderte Transparenz, da die neuen Fiskalregeln noch komplexer sind. Die bilateralen Verhandlungen der Referenzpfade bergen zudem das Risiko von weiteren politischen Spannungen und sind ebenfalls wenig transparent.

4. Industriepolitik rückte wieder in den Vordergrund

In den letzten drei Jahren gewann das Thema Industriepolitik in europäischen wirtschaftspolitischen Debatten zunehmend an Bedeutung. Industriepolitik umfasst eine Reihe gezielter Maßnahmen und Instrumente der Wirtschaftspolitik, die vom Staat ergriffen werden, um das Wachstum zu fördern, die Wirtschaftsstruktur zu beeinflussen und die Entwicklung bestimmter Sektoren sowie allgemein die industrielle Transformation eines Landes voranzutreiben (Chang & Andreoni, 2020). Industriepolitik zielt darauf ab, die Struktur wirtschaftlicher Aktivitäten eines Landes zu verändern, um bestimmte wirtschaftspolitische Ziele zu erreichen (Juhasz et al., 2023), z. B. die Förderung von Innovationen, die Steigerung der Produktivität oder gegenwärtig spezifische regulatorische Ziele wie die Bewältigung des Klimawandels oder die Förderung umweltfreundlicher Technologien. Volkswirtschaften nutzen für die Umsetzung der Industriepolitik eine Vielzahl von Ansätzen, die sich in zwei Hauptkategorien einteilen lassen. Horizontale Industriepolitik zielt nicht auf bestimmte Sektoren ab, sondern darauf, ein günstiges gesamtwirtschaftliches Geschäftsumfeld zu schaffen. Sektorale Ansätze umfassen dagegen verschiedene Formen gezielter Unterstützung, darunter finanzielle Anreize, Subventionen, Infrastrukturinvestitionen, Handelsschutzmaßnahmen und öffentliche Aufträge. Die meisten Maßnahmen, die in den letzten drei Jahren in den Industrieländern ergriffen wurden, waren eher sektoral und gezielt, wobei Subventionen für bestimmte Branchen im Vordergrund standen. In den USA konzentrierte sich die Industriepolitik in den letzten Jahren auf Subventionen für bestimmte Technologien. So zielt der "Chips und Science Act" darauf ab, einen Teil der Halbleiterproduktion und -entwicklung zurück in die USA zu holen. Er ist Teil eines breiteren Ansatzes der Industriepolitik, der auch 370 Mrd. \$ an Subventionen für erneuerbare Energieträger im Rahmen des "Inflation Reduction Act" umfasst.

In diese Richtung geht auch die Europäische Union, die ihre bisher relativ begrenzte Industriepolitik durch den "Green Deal Industrial Plan" weiterentwickelt hat. Der Plan

soll die Finanzierung des grünen und digitalen Wandels sowie spezifische Investitionen in die Herstellung von Mikrochips und Batterien sicherstellen. In der EU wird Industriepolitik grundsätzlich in Artikel 173 des Vertrags über die Arbeitsweise der EU geregelt, da eines der Ziele der Union die Förderung industrieller Wettbewerbsfähigkeit und struktureller Reformen in den Mitgliedsländern ist. Einige Elemente der Industriepolitik werden auf EU-Ebene reguliert, um Widersprüche zu den Zielen des Binnenmarktes zu vermeiden. In diesem Sinne kann der Binnenmarkt als Grundlage der europäischen Industriepolitik betrachtet werden, da er Wettbewerb und gleiche Rahmenbedingungen sicherstellt sowie einen größeren Markt und damit eine höhere Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen schafft (Terzi et al., 2022). Bis vor kurzem war die Industriepolitik der EU hauptsächlich horizontal und nicht auf bestimmte Sektoren ausgerichtet, sondern zielte darauf ab, umfassende Unterstützung zur Verbesserung der wirtschaftlichen Bedingungen zu bieten (Peneder, 2017).

2020 verkündete die Europäische Kommission eine Strategie zur Stärkung der "offenen strategischen Autonomie" und eine explizite Industriestrategie für den Übergang zu einer grünen und digitalen Wirtschaft sowie zur Unterstützung der Industrieproduktion in dafür relevanten Bereichen (Europäische Kommission, 2021). Basierend auf dieser neuen Ausrichtung versucht die EU, ihren offenen und einheitlichen Markt zu erhalten und gleichzeitig spezifische Technologien und Sektoren zu fördern. Dies führte 2022 zu mehr Flexibilität und Ausnahmen bei der Anwendung der staatlichen Beihilferegeln für Projekte von gemeinsamem europäischem Interesse (Important Projects of Common European Interest – IPCEI). Von der Europäischen Kommission als solche genehmigten Projekte können nun direkt zusätzliche Finanzierung von den Mitgliedsländern erhalten, ohne dass dies als unzulässige staatliche Beihilfe betrachtet wird und gegen die Regeln des Binnenmarktes verstößt. Derartige Projekte benötigen in der Regel zusätzliche Unterstützung, da sie als entscheidend für die Entwicklung der Industrieproduktion der EU

Mit dem "Green Deal Industrial Plan" setzt die EU gezielte industriepolitische Akzente, um Investitionen in Kernbereiche der grünen Transformation sicherzustellen.

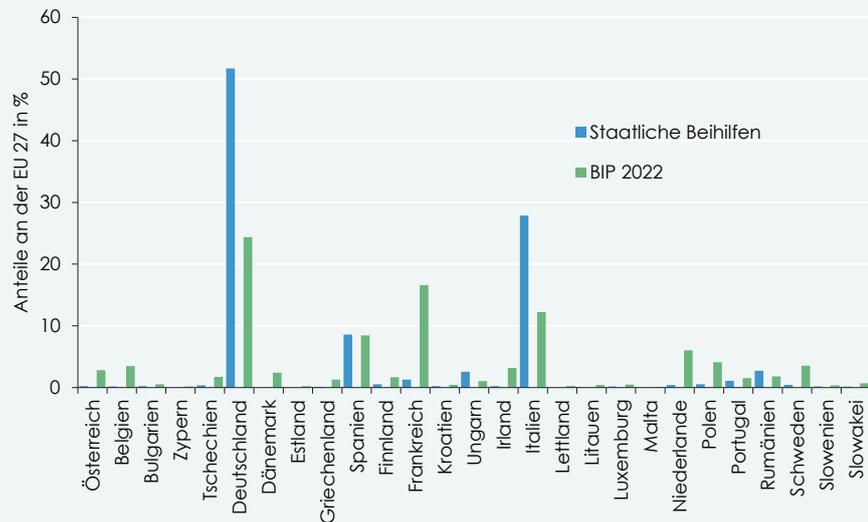
Die Lockerung der staatlichen Beihilferegeln beeinträchtigt potenziell die Integrität des europäischen Binnenmarktes.

angesehen werden und nicht die erforderliche Finanzierung erhielten, wenn sie allein den Marktprozessen überlassen würden.

Der Ausbruch des Ukraine-Krieges und der Anstieg der Energiepreise setzten die europäische Industrie 2022 und 2023 unter Druck. Aus diesem Grund wurden die staatlichen Beihilferegeln zusätzlich gelockert. Die Lockerung birgt jedoch das Risiko, den Binnenmarkt zu beeinträchtigen, da einzelne Mitgliedsländer die staatlichen Beihilfen zuneh-

mend dazu nutzen, um ihre eigene Produktion zu subventionieren. Wie Abbildung 7 zeigt, waren die im Zeitraum März 2022 bis Juni 2023 genehmigten staatlichen Unternehmenshilfen sehr ungleich verteilt und wichen deutlich von den Anteilen ab, den die einzelnen Volkswirtschaften an der gesamten Wirtschaftsleistung der EU 27 stellten. Die Lockerung der staatlichen Beihilferegeln setzt folglich die Integrität des Binnenmarktes unter Druck.

Abbildung 7: **Bedeutung der staatlichen Unternehmenshilfen in der EU 27**
März 2022 bis Juni 2023



Q: Eurostat, Europäische Kommission.

Eine Alternative zu den staatlichen Beihilfen wäre eine neue, zusätzliche und gemeinsame Finanzierung auf EU-Ebene.

Eine Alternative zu staatlichen Beihilfen auf der Ebene der Mitgliedsländer wäre eine neue, zusätzliche EU-weite Finanzierung, um die Erreichung der Ziele der neuen Industriepolitik zu unterstützen. Zusätzlich könnten bestehende europäische Programme, vor allem die Nutzung der Mittel aus NextGenerationEU, flexibilisiert werden, um den Fokus auf Industriepolitik zu stärken.

Die Europäische Kommission schlug Anfang 2023 einen Europäischen Souveränitätsfonds als zusätzliche Quelle für eine gemeinsame europäische Finanzierung der neuen Industriepolitik vor. In Anbetracht des wiedererwachten Interesses an der Industriepolitik könnte ein solcher Fonds eine führende Rolle bei der Finanzierung strategischer Technolo-

gien und Innovationen spielen und sicherstellen, dass die EU bei der Entwicklung und Produktion derartiger Technologien weltweit im Spitzenfeld bleibt. Um ordnungsgemäß zu funktionieren, würde er strenge Governance-Strukturen benötigen, um Effizienz, Transparenz und klare, an Reformen geknüpfte Bedingungen für die Vergabe der Mittel zu gewährleisten. Bisher wurden jedoch keine konkreten Entscheidungen über die Einrichtung eines Europäischen Souveränitätsfonds getroffen. Es soll allerdings eine temporäre "Plattform für strategische Technologien für Europa" (STEP) eingerichtet werden, die lediglich ein Instrument zur erleichterten Genehmigung von staatlichen Beihilfen, jedoch keine zusätzliche Finanzierung bereitstellt.

5. Literaturhinweise

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). https://cepr.org/system/files/publication-files/103106-policy_insight_91_reconciling_risk_sharing_with_market_discipline_a_constructive_approach_to_euro_area_reform.pdf.

Benigno, G., Hofmann, B., Nuño Barrau, G., & Sandri, D. (2024). Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic. *BIS Quarterly Review*. https://www.bis.org/publ/atrpdf/r_at2403b.htm.

- Boocker, S., Ng, M., & Wessel, D. (2023, 3. Oktober). What is the neutral rate of interest?. Brookings. <https://www.brookings.edu/articles/the-hutchins-center-explains-the-neutral-rate-of-interest/>.
- Brand, C., Lisack, N., & Mazelis, F. (2024). Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update. *ECB Economic Bulletin*, (1). <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202401.en.html>.
- Cesa-Bianchi, A., Harrison, R., & Sajedi, R. (2022). Global R*. *Bank of England Staff Working Paper*, (990). <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2022/decomposing-the-drivers-of-global-r-star.pdf>.
- Chang, H. J., & Andreoni, A. (2020). Industrial Policy in the 21st Century. *Development and Change, International Institute of Social Studies*, 51 (2), 324-351.
- Corti, F., Nigohosyan, D., Pancotti, C., & Millard, S. (2023). *Study supporting the mid-term Evaluation of the Recovery and Resilience Facility. Final Report*. Europäische Union.
- Europäische Kommission (2021). *Strategic Dependencies and Capacities, Updating the 2020 New Industrial Strategy: Building a stronger Single Market for Europe's Recovery*, SWD(2021) 352 final.
- Europäische Kommission (2024). *Recovery and Resilience Scoreboard*. https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/index.html.
- Europäische Zentralbank (2023, 14. Septembert). *Geldpolitische Beschlüsse*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914-aab39f8c21_de.html.
- Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, (1063). https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1063.pdf.
- Juhász, R., Lane, N. J., & Rodrik, D. (2023). The New Economics of industrial Policy. *NBER Working Paper*, (w31538). <https://www.nber.org/papers/w31538>.
- Lubik, T. A., & Matthes, C. (2023). *Natural Rate of Interest*. Federal Reserve Bank of Richmond. https://www.richmondfed.org/research/national_economy/natural_rate_interest.
- Obstfeld, M. (2023). Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future. *NBER Working Paper*, (31949). <https://www.nber.org/papers/w31949>.
- Pekanov, A. (2019). *Policy Brief: Past and Present of EMU Reform. Reforming the Euro Area – The Road Not (Yet) Taken*. WIFO. <https://www.wifo.ac.at/www/pubid/61850>.
- Pekanov, A. (2022). Europäische Wirtschaftspolitik 2021/22. Zwischen Konjunkturerholung und Unsicherheit. *WIFO-Monatsberichte*, 95(3), 151-164. <https://monatsberichte.wifo.ac.at/69566>.
- Peneder, M. (2017). Competitiveness and industrial policy: from rationalities of failure towards the ability to evolve. *Cambridge Journal of Economics*, 41 (3), 829-858.
- Terzi, A., Singh, A., & Sherwood, M. (2022). Industrial Policy for the 21st Century Lessons from the Past. *EU-Discussion Paper*, (157).