



Renovierungsbedarf im Euroraum

Die globale Corona-Krise hat den Euroraum in seine bisher tiefste Wirtschaftskrise gestürzt. Die Überwindung des damit einhergehenden Anstiegs der Arbeitslosigkeit und der Staatsverschuldung setzt einen ausgeprägten und nachhaltigen Aufschwung voraus. Sollte die Fiskalpolitik, wie nach der internationalen Finanzkrise, zu schnell auf einen Sparkurs umschwenken, würde sie nicht nur die fiskalische Konsolidierung gefährden, sondern auch den Euroraum an sich. Damit wird die aktuelle Krise zu einem Test der Reformfähigkeit der EU oder zumindest des Euroraums. Nur wenn die Geld- und Fiskalpolitik auch nach der Krise an einem Strang ziehen, kann ein längerer Aufschwung gelingen und der klimapolitisch erforderliche Strukturwandel realisiert werden. Erst durch einen langanhaltenden Aufschwung wird die Europäische Zentralbank (EZB) zudem ihr Inflationsziel erreichen, womit dann auch ein Ausstieg aus der bereits langjährigen Nullzinspolitik möglich wird.

Der Euro wurde im Jahr 1999 in 12 der damals 15 EU-Mitgliedstaaten eingeführt. Damit wurde die kurz zuvor gegründete EZB für die gemeinsame Geldpolitik im neu geschaffenen Euroraum verantwortlich. Bis zur internationalen Finanzkrise 2007/8 steuerte die EZB primär über den kurzfristigen Zins, zu dem sie den Geschäftsbanken Geld zur Verfügung stellte. Eine Zinserhöhung verteuert Kredite und dämpft die Investitionsausgaben der Unternehmen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte, während eine Zinssenkung die wirtschaftliche Aktivität anregt. Seit der internationalen Finanzkrise und der unmittelbar daran anschließenden Krise des Euroraums hat die EZB den geldpolitischen Instrumentenkasten erweitert und beeinflusst nun auch die längerfristigen Zinsen im Euroraum, indem sie Wertpapiere kauft und den Banken längerfristige Refinanzierungskredite zur Verfügung stellt.

Silke Tober

leitet das Referat Geldpolitik am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung. Zuvor war sie am DIW Berlin und am Institut für Wirtschaftsforschung Halle tätig. Ihre Forschungsschwerpunkte sind geldpolitische Strategie und Transmission, Produktionspotenzial, Finanzmarktstabilität und das Zusammenspiel von Fiskal- und Geldpolitik.

Die geldpolitische Strategie der EZB unterscheidet sich nicht wesentlich von der Geldpolitik in den USA oder in der Schweiz. Ihr Ziel ist es, eine niedrige und stabile Inflationsrate zu gewährleisten sowie die wirtschaftliche Entwicklung



positiv zu beeinflussen. Anders als die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) und die EZB, kauft die Schweizerische Nationalbank zwar keine Wertpapiere, sie erhöht aber ebenfalls die inländische Liquidität direkt, indem sie Devisen, insbesondere Dollar und Euro, erwirbt, um die Aufwertung des Schweizer Frankens mit Blick auf die Exportindustrie zu begrenzen. Der entscheidende Unterschied zwischen den drei Zentralbanken besteht darin, dass die EZB in einem Umfeld ohne gemeinsame Fiskalpolitik und ohne sichere Staatsanleihen agiert.

In diesem Beitrag wird zunächst skizziert, warum das Fehlen einer gemeinsamen Fiskalpolitik beziehungsweise sicherer Staatsanleihen ein Problem für die EZB und letztlich für die wirtschaftliche Entwicklung des Euroraums darstellt. Vor diesem Hintergrund wird der mangelnde Erfolg der EZB bei der Erreichung ihres Inflationsziels in den vergangenen Jahren erörtert. Anschliessend werden die Voraussetzungen für eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum nach Überwindung der unmittelbaren Folgen der Corona-Krise diskutiert. Daraus leiten sich dann die Reformempfehlungen für den Euroraum ab, die kurzfristig darin bestehen, staatliche Schuldenschnitte im Euroraum politisch auszuschliessen und mittelfristig eine stärkere fiskalpolitische und damit auch politische Integration des Euroraums zu realisieren.

Das unvollendete Fundament des Euroraums

Die Einführung des Euro als gemeinsame Währung war ein gewaltiger Schritt zu einem engeren Verbund, in dem ohne Währungsumtausch geistert werden konnte, Preise unmittelbar vergleichbar wurden und es keine Wechselkursschwankungen mehr gab, die den Handel zuvor beeinträchtigten. Die gemeinsame Währung steht aber nicht nur für wirtschaftliche Integration, sondern auch für das Zusammengehörigkeitsgefühl und die gemeinsamen Werte der Euroländer. Von Beginn an war die europäische Integration mehr als nur ein wirtschaftlicher Zusammenschluss, sondern insbesondere auch ein Mittel der Friedenssicherung. Auf die Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (1951) folgten 1957 die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft und die Europäische Atomgemeinschaft. Als der Maastricht-Vertrag 1993 den Grundstein für den Euroraum legte und die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft zur Europäischen Union wurde, hatte sich die Zahl der Mitgliedsländer bereits auf zwölf verdoppelt.¹ Mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs und Dänemarks führten diese Länder 1999 zusammen mit den neueren EU-Ländern Finnland und Österreich² den Euro als gemeinsame Währung ein.³

Seither ist die Zahl der EU-Länder insbesondere durch die Osterwei-



terung auf 27 gestiegen. Durch den EU-Austritt des Vereinigten Königreichs, des ehemals 28. EU-Staats, am 31. Januar 2020 hat sich das Gewicht des Euroraums innerhalb der EU deutlich erhöht. Obwohl bisher nur 19 Länder die gemeinsame Währung eingeführt haben, beträgt ihr Gewicht an der EU nunmehr 90 Prozent gemessen an der Bevölkerung beziehungsweise 86 Prozent in Bezug auf das Bruttoinlandprodukt (BIP).⁴

Es war von Anfang an offensichtlich, dass eine gemeinsame Geldpolitik Konsequenzen für die Fiskalpolitik haben müsste. Da die einheitliche Geldpolitik nicht zwangsläufig zu den nationalen Konjunkturlagen passt, sollte die nationale Fiskalpolitik entsprechend ausgleichend wirken. Ist die Geldpolitik zu restriktiv für die konjunkturelle Lage, wäre eine expansive Fiskalpolitik angebracht. Sind die Zinsen demgegenüber aus nationaler Sicht zu niedrig und droht eine konjunkturelle Überhitzung, ist es erforderlich, dass die Fiskalpolitik restriktiv gegensteuert.

Im Prinzip ist das Fehlen einer gemeinsamen Fiskalpolitik kein Problem, sofern alle Euroländer in der Lage und gewillt sind, eine stabilitätsorientierte Fiskalpolitik auf nationaler Ebene durchzuführen. Während der Eurokrise war dies nicht möglich, weil die Länder, die davon am stärksten betroffen waren, nicht nur mit einem Wirtschaftseinbruch, sondern auch mit einem Vertrauensverlust der Finanzmärkte konfrontiert waren. Die Risikoprämien auf Staatsanleihen stiegen, und mit ihnen die Finanzierungskosten für den Staat und die Wirtschaft insgesamt (Theobald/Tober 2020a). So lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Ende 2011 beispielsweise für Italien bei 7 Prozent, für Portugal bei über 13 Prozent und für Griechenland bei knapp 32 Prozent, während Deutschland nur 1,8 Prozent Zinsen für einen Wertpapierkredit zahlen musste (Abbildung 1).

Der Euroraum ist institutionell unvollkommen und inhärent anfällig, weil eine Marktwirtschaft als Stabilitätsanker nicht nur eine stabilitätsorientierte Geldpolitik benötigt, sondern auch risikoarme Staatsanleihen. In den USA verstärken sich das Vertrauen in den US-Dollar und in die Werthaltigkeit der Staatsanleihen gegenseitig: Weil US-Staatsanleihen und der US-Dollar als sichere Anlageform eingestuft werden, kommt es im Falle einer Verunsicherung an den Finanzmärkten zu einer Flucht in diese Staatsanleihen. Dadurch sinken die Finanzierungskosten für den Staat, weil die Kurse der staatlichen Wertpapiere steigen und entsprechend die Rendite sinkt. Zugleich profitieren die Bankbilanzen von der höheren Bewertung der Staatsanleihen. Darüber hinaus wäre die Fed in der Lage, einem Vertrauensverlust in US-Staatsanleihen entgegenzuwirken, indem sie diese in grossem Stil kauft. Es müsste in



Abbildung 1: Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum (in Prozent)



Die Rendite Griechenlands wird aus Darstellungsgründen nicht berücksichtigt. 2011 und 2012 betrug sie durchschnittlich 17,9 respektive 24 Prozent, am 2.3.2012 sogar 37,1 Prozent.
Quelle: Macrobond.

den USA einiges aus dem Ruder laufen, damit es für Investor*innen rational wäre, den Status von US-Staatsanleihen als risikoarme Anlageform – als ›sichere Aktiva‹ – infrage zu stellen.

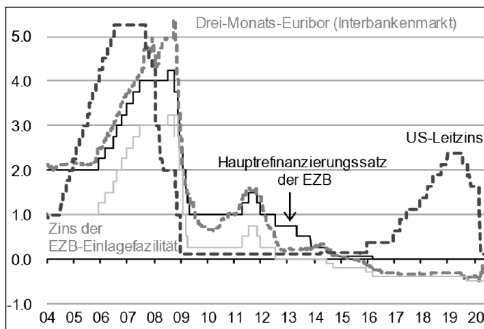
Im Euroraum haben die Regierungen demgegenüber aktiv dazu beigetragen, dass die Staatsanleihen mehrerer Euroländer als riskant eingestuft werden. Zu Beginn der Eurokrise konnten sie sich nicht darauf einigen, sich beizustehen, sondern verschärften – von Angst, Misstrauen und Selbstgerechtigkeit getrieben – die Krise, indem sie staatliche Schuldenschnitte zu einer möglichen wirtschaftspolitischen Option im Euroraum erklärten und die Finanzmärkte als Instrument zur Disziplinierung der nationalen Haushaltspolitik einsetzten.

Die Folge war eine Verunsicherung an den Finanzmärkten und eine Verschärfung der Krise, die ein Auseinanderbrechen des Euroraums in greifbare Nähe brachte und erst durch die Bereitschaft der EZB gebannt wurde, zu tun »Whatever it takes« (Draghi 2012). Kurz darauf schuf sich die EZB mit dem bisher nicht aktivierten Wertpapier-Kaufprogramm OMT (Outright Monetary Transactions) die Möglichkeit, selektiv Staatsanleihen zu kaufen, um so die Risikoprämien zu verringern und die Übertragung ihrer expansiven Geldpolitik in alle Länder des Euroraums zu gewährleisten.

Geldpolitik ohne Rückendeckung: Lehren aus der Eurokrise

Obwohl die EZB 2012 die Vertrauenskrise beendete und den Leitzins fortan sukzessive von 1 auf 0,05 Prozent im Jahr 2014 senkte, erholte sich der Euroraum nur schleppend, und das BIP der von der Vertrauenskrise am stärksten betroffenen Länder lag 2015 noch deutlich unter dem Niveau von 2008. Zum Teil ist die EZB dafür verantwortlich, da sie in der Finanzkrise und in der anschließenden Eurokrise die Zinsen zu zögerlich senkte – und sie zweimal als Reaktion auf Ölpreisschocks sogar erhöhte (Abbildung 2).

Abbildung 2: Leitzinsen im Euroraum und in den USA, in Prozent



Quellen: Europäische Zentralbank, Deutsche Bundesbank

Sie reagierte damit deutlich langsamer als die US-Notenbank und hielt nicht nur die Finanzierungskosten relativ hoch, sondern verursachte auch eine massive Aufwertung des Euro, die die Konjunktur infolge der verringerten Exportnachfrage dämpfte. Erst als sich Ende 2014 abzeichnete, dass die EZB Anfang 2015 Staatsanleihen der Euro-

länder kaufen und weitere expansive Massnahmen ergreifen würde, schwächte sich der Aussenwert des Euro ab.

Das neue Wertpapier-Kaufprogramm der EZB, PSPP (Public Sector Purchase Programme), wurde Anfang 2015 in Leben gerufen, nachdem die Inflationsrate bereits mehrere Monate negativ war (Abbildung 3). Zwar wirkte ein Ölpreisverfall stark dämpfend, aber auch die Kerninflation, die die Inflationsdynamik besser widerspiegelt, weil sie die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht berücksichtigt, hatte sich auf 0,6 Prozent abgeschwächt, nachdem sie bereits fünf Jahre lang deutlich unter dem Inflationsziel der EZB in Höhe von 1,9 Prozent lag. Zudem zeigten die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen nach unten, so dass ein deflationärer Prozess eine ernstzunehmende Gefahr darstellte.

Weitere fünf Jahre später hatte die EZB ihr Inflationsziel immer noch nicht erreicht. Erst Ende 2019 tendierte die Kerninflation etwas nach oben. Die Corona-Krise hat diese Aufwärtstendenz im Frühjahr 2020 jäh gestoppt.

Abbildung 3: Inflation und Kerninflation im Euroraum (1999–2020)

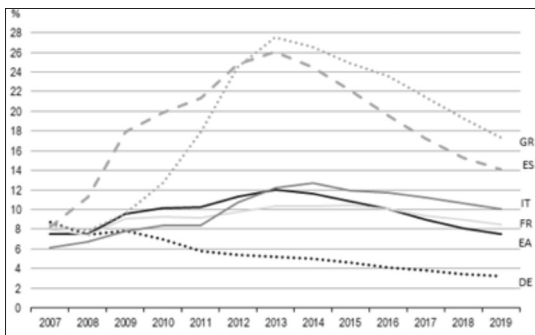


Die Datenreihe für das Inflationsziel der EZB beginnt erst im Mai 2003, da die EZB das Ziel von »unter, aber nahe 2 Prozent« damals im Rahmen der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie festlegte. Die Werte für das Jahr 2015 sind infolge einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (Deutsche Bundesbank, 2019). Quelle: Eurostat.

Der entscheidende Grund für die geringe Inflationsdynamik war der insgesamt zu schwache makroökonomische Expansionsgrad. Die EZB war zwar expansiv ausgerichtet, die Fiskalpolitik aber lange Zeit restriktiv. Daher waren die Folgen der Eurokrise auch 2019 noch nicht überwunden. Zwar lag die Arbeitslosenquote im Euroraum 2019 mit 7,5 Prozent auf dem Vorkrisenniveau von 2007 (Abbildung 4). Dahinter verbergen sich aber sehr unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Euroländern. Der Vorkrisenstand wurde 2019 nur erreicht, weil Deutschlands Arbeitslosenquote seit 2007 um 5,5 Prozentpunkte gesunken war.

Obwohl die Arbeitslosigkeit beispielsweise in Frankreich, Italien und Spanien noch hoch war und die Kerninflation niedrig⁵, ging die EU-Kommission davon aus, dass sich die Produktionslücke im Euroraum – die Lücke zwischen der tatsächlichen Produktion und dem nachhaltig möglichen Produktionsniveau – bereits 2017 geschlossen hatte.⁶ Neben den Fiskalregeln, die die von

Abbildung 4: Arbeitslosenquoten im Euroraum in Prozent der aktiven Bevölkerung



DE: Deutschland, EA: Euroraum, FR: Frankreich, IT: Italien, ES: Spanien, GR: Griechenland
 Quelle: EU-Kommission, Ameco, Stand: 6. Mai 2020

Spanien noch hoch war und die Kerninflation niedrig⁵, ging die EU-Kommission davon aus, dass sich die Produktionslücke im Euroraum – die Lücke zwischen der tatsächlichen Produktion und dem nachhaltig möglichen Produktionsniveau – bereits 2017 geschlossen hatte.⁶ Neben den Fiskalregeln, die die von



der Krise gebeutelten Länder zu einem prozyklischen Sparkurs zwingen, und der für den Euroraum schädlichen Konsolidierungspolitik Deutschlands und der Niederlande war diese Fixierung auf theoretisch und empirisch fragwürdige Potenzialberechnungen ein weiterer Grund für eine kaum expansive Fiskalpolitik (Gechert et al. 2016). Bemerkenswert ist dabei, dass der zu diesem Zeitpunkt negative Leitzins der EZB nicht zu einer geschlossenen Produktionslücke passte, sondern zu stark unterausgelasteten Kapazitäten. Im Gegensatz zu den fiskalpolitisch verantwortlichen Regierungen hat die EZB das Produktionslückenkonzept als Orientierungsgröße für die Geldpolitik verworfen und orientiert sich an messbaren Indikatoren für die künftige Inflationsentwicklung (Draghi 2018).

Tatsächlich dürfte die Unterauslastung im Euroraum seit der internationalen Finanzkrise somit deutlich höher gewesen sein, als von der EU-Kommission angenommen, was sich auch an der viel zu niedrigen Inflationsdynamik zeigte. Der frühere EZB-Präsident Mario Draghi und seine Nachfolgerin Christine Lagarde forderten daher stets einen stärkeren Beitrag der Fiskalpolitik, zumal durch eine langandauernde Niedrigzinspolitik auch Risiken für die Finanzmarktstabilität entstehen. Zu Beginn der Corona-Krise ging Lagarde sogar noch einen Schritt weiter: Auf einer Pressekonferenz erklärte sie, dass nicht die EZB, sondern »andere Akteure« – sprich: die Regierungen – dafür verantwortlich seien, die Renditedifferenziale zwischen den Euroländern zu begrenzen (Lagarde 2020). Knapp eine Woche später beschloss die EZB am 18. März 2020 dann mit dem PEPP (Pandemic Emergency Purchasing Programme) aber doch ein 750-Milliarden-Euro-Programm, mit dem sie neben einer allgemeinen Expansion auch gezielt und flexibel die Risikoprämien einzelner Länder verringern kann.

Die Erfahrungen der bereits lange währenden Eurokrise und die zunehmende Vehemenz, mit der die EZB eine Unterstützung durch die Fiskalpolitik einfordert, machen deutlich, dass die bisherige makroökonomische Lastenverteilung im Euroraum den stabilitätspolitischen Anforderungen nicht gerecht wird.

Corona-Krise erfordert eine kräftige Reaktion der Geld- und der Fiskalpolitik

Noch bevor die EZB aus dem geldpolitischen Krisenmodus herauskommen konnte, hat die globale Corona-Krise den Euroraum im Frühjahr 2020 in eine weitere tiefe Wirtschaftskrise gestürzt. Bereits im ersten Quartal 2020 schrumpfte das BIP um 3.6 Prozent, wobei der Rückgang in Frankreich, Italien und Spanien mit jeweils mehr als 5 Prozent



am stärksten war. Da die Corona-bedingten Beschränkungen ganze Wirtschaftsbereiche lahmlegten und die Exportnachfrage infolge der globalen Rezession einbrach, war der BIP-Rückgang im zweiten Quartal mit 11.8 Prozent⁷ noch deutlich schärfer. Für das Jahr 2020 insgesamt erwarten die EZB (September) und die EU-Kommission (Juli) ein BIP-Wachstum im Euroraum von -8.0 bzw. -8.7 Prozent.

Die Europäische Zentralbank hat schnell auf den drohenden wirtschaftlichen Einbruch reagiert und bereits Mitte März mehrere geldpolitischen Lockerungsmassnahmen initiiert, darunter das schon angesprochene PEPP-Programm für den Kauf von Wertpapieren des öffentlichen und privaten Sektors, das Anfang Juni 2020 um weitere 600 Milliarden auf 1,35 Billionen erhöht wurde. Der von den geldpolitischen Zinsen direkt beeinflusste Zinssatz für Tagesgeld am Geldmarkt liegt seit Ende 2014 unter null Prozent, und mit den verschiedenen Wertpapierkaufprogrammen hat die EZB bereits bis Ende Februar 2020 Wertpapiere im Wert von 22 Prozent des Euroraum-BIP bzw. 2623 Milliarden Euro gekauft. Die Geldpolitik war somit bereits vor der Corona-Krise sehr expansiv und der zinspolitische Spielraum der EZB relativ gering.

Aus makroökonomischer Sicht ist die in allen Euroländern mittlerweile expansive Fiskalpolitik sinnvoll, damit die Verluste des ersten Halbjahrs möglichst schnell aufgeholt werden.

Da im Euroraum die Gefahr besteht, dass steigende Schulden bereits hochverschuldeter Euroländer einen Anstieg der Risikoprämien bewirken und einen wirtschaftlichen Teufelskreis auslösen, waren die deutsch-französische 500-Milliarden-Euro-Initiative vom Mai 2020 und der darauf aufbauende Recovery-Plan der EU-Kommission mit einem Volumen von 750 Milliarden Euro Schritte in die richtige Richtung (Macron/Merkel 2020; EC 2020). Zwar wurde der Recovery Plan ›Next Generation EU‹ im anschliessenden Verhandlungsprozess zwischen den Ländern an einigen Stellen modifiziert, entscheidend aber ist die gemeinsame Kreditaufnahme, da sie den Finanzmärkten und der Bevölkerung europäische Solidarität und Entschlossenheit signalisiert.

Insbesondere für den Euroraum gilt, dass sich die einzelnen Länder nur dann zügig von der aktuellen Krise erholen können, wenn es im Euroraum insgesamt gelingt, einen Aufschwung in Gang zu setzen. Die Lehren aus der Eurokrise sind eindeutig: Allein schon die Gefahr von staatlichen Schuldenschnitten ist Gift für die Konjunktur, und die Geldpolitik kann die Last der Stabilisierung nicht allein tragen.



Eine stärkere Integration für mehr Wohlstand im Euroraum

In relativ ruhigen Phasen der Weltwirtschaft ist die Geldpolitik das Instrument der ersten Wahl, weil sie schnell umsetzbar ist, zügig auf die Investitionen und Konsumausgaben wirkt und behutsam auf einen neutralen Pfad zurückkehren kann. Geraume Zeit wurde die Konjunkturpolitik daher weitgehend der Geldpolitik überlassen, zumal eine zeitnahe und temporäre Wirkung der Fiskalpolitik bezweifelt wurde (Blanchard et al. 2010). Wie die internationale Finanzkrise gezeigt hat, erfordern grössere Wirtschaftsschocks aber ein Ineinandergreifen der Geld- und Fiskalpolitik.

Im Euroraum behindern die beiden erwähnten institutionellen Fehlkonstruktionen eine effektivere Fiskalpolitik: risikobehaftete Staatsanleihen, die den Euroraum anfällig für Finanzmarktkrisen machen und den fiskalpolitischen Spielraum einschränken, und Fiskalregeln, die kontraproduktiv wirken, indem sie die Investitionen und das Wachstum hemmen. Einfache Lösungen für diese beiden Schwachpunkte gibt es nicht. Die Fiskalregeln können aber dadurch verbessert werden, dass eine ›goldene Regel‹ hinzugefügt wird, die Investitionen von den Beschränkungen ausnimmt (Schnabel/Truger 2019). Die Gefahr steigender Risikoprämien sollte dadurch gebannt werden, dass die Regierungen staatliche Schuldenschnitte als wirtschaftspolitische Option ausschliessen. Inwieweit hierfür eine stärkere Integration erforderlich ist, hängt von dem gewählten Mechanismus ab und ist eine politische Entscheidung.⁸ Wichtig aber ist in diesem Zusammenhang, dass der EU-Vertrag eine stärkere Integration auch dann erlaubt, wenn nicht alle, aber mindestens neun Länder daran teilnehmen. Es dürfte kein Zufall gewesen sein, dass es am 25. März 2020 neun Länder waren, darunter Frankreich, Italien, Spanien und Portugal, die den Europäischen Rat in einem Brief aufgefordert haben, Eurobonds einzuführen.

Wenn die Fiskalpolitik, wie nach der internationalen Finanzkrise, zu schnell auf einen Sparkurs umschwenkt, gefährdet sie die fiskalische Konsolidierung, denn diese erfordert einen anhaltenden Wachstumsprozess. Wenn demgegenüber die Risikoprämien der Euroländer niedrig gehalten werden und die Geld- und Fiskalpolitik gemeinsam die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf hohem Niveau halten, kann ein nachhaltiger Aufschwung gelingen, mit dem Arbeitslose in den Produktionsprozess integriert, klimafreundliche Technologien implementiert und die staatlichen Schuldenstandsquoten gesenkt werden. Erst ein markanter Aufschwung wird es zudem der EZB ermöglichen, ihr Inflationsziel zu erreichen und damit aus der Nullzinspolitik auszusteigen.



Anmerkungen

- 1 Zu den ursprünglichen Ländern Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg und Niederlande waren Dänemark, das Vereinigte Königreich, Irland, Griechenland, Spanien und Portugal hinzugekommen.
- 2 Finnland und Österreich traten der EU 1995 bei.
- 3 Griechenland führte den Euro erst mit der Bargeldumstellung im Jahr 2002 ein.
- 4 Bezogen auf das Jahr 2019, gemäss Daten der AMECO-Datenbank der EU-Kommission (Stand 6. Mai 2020).
- 5 Frankreich 8% (2007), 9.4% (2017) und 8.5% (2019); Italien: 6.1%, 11.2%, 10%; Spanien: 8.2%, 17.2%, 14.1%.
- 6 In der Herbstprognose 2018 gab die EU-Kommission eine positive Produktionslücke in Höhe von 0.3% für 2018 an, nach einer negativen Produktionslücke von 0.2% für das Jahr 2017 (EC 2018, S. 178).
- 7 Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina011&plugin=1>.
- 8 Eurobonds im weitesten Sinn sind eine Möglichkeit und in verschiedenen Ausgestaltungen denkbar; siehe Theobald/Tober (2020b) und die darin enthaltene Literatur.

Literatur

- Blanchard, O.; Dell’Ariccia, G.; Mauro, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note, International Monetary Fund, Washington DC, January.
- Deutsche Bundesbank (2019): Zu den Auswirkungen der Revision des Teilindex Pauschalreisen auf den HVPI und die Kerninflation. Monatsbericht, März 2019, S. 8 f.
- Draghi, M. (2012): Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. Rede, Global Investment Conference, London, 26. Juli.
- Draghi, M. (2018): Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. Transcript of the Hearing, Brüssel, 26.11.2018.
- EC – EU Commission (2020): The EU Budget Powering the Recovery Plan for Europe. Brüssel, 27. Mai.
- EC – EU Commission (2018): Autumn 2018 Economic Forecast: Continued Growth in a Changing Policy Context. Brüssel, November.
- Gechert, S.; Rietzler, K.; Tober, S. (2016): The European Commission’s New NAIRU – Does It Deliver? *Applied Economic Letters*, 23(1), S. 1–6.
- Lagarde, C. (2020): Pressekonferenz der EZB, Transkript der Fragen und Antworten. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., 12. März.
- Macron, E.; Merkel, A. (2020): A French-German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis. Press Release, Berlin und Paris, 18. Mai.
- Schnabel, I.; Truger, A. (2019): Eine andere Meinung, Minderheitsvotum zu Kapitel 5 ›Die Schuldenbremse: Nachhaltig, stabilisierend, flexibel‹. In: SVR (2019b), S. 298–304.
- Theobald, T.; Tober, S. (2020a): Euro area sovereign yield spreads as determinants of private sector borrowing costs. *Economic Modelling*, 84, S. 27–37.
- Theobald, T.; Tober, S. (2020b): EUR-bonds in the corona crisis and beyond. *Social Europe*, 1. April.