

## Vollendung der Währungsunion?<sup>1</sup>

### Der europäische Aufbaufonds

#### 1. Einleitung

Die Europäische Union hat sich in der Covid-Krise als handlungsfähig erwiesen und, in den Worten der Kommission, das »größte Konjunkturpaket aller Zeiten«<sup>2</sup> aufgelegt. Gemeint ist das als »Next Generation EU« (nachfolgend: NGEU) bezeichnete Finanzpaket, dessen größter Bestandteil die Aufbau- und Resilienzfazilität (nachfolgend: der Aufbaufonds) ist. In der Tat führt NGEU neue Elemente in die EU und die Euro-Zone ein. Mit Konjunkturpolitik hat das Paket allerdings so wenig zu tun wie mit Pandemiebekämpfung. Vielmehr handelt es sich um einen neuen Arm der europäischen Strukturpolitik.

Alle *ausgabenseitigen* Merkmale der in NGEU gebündelten Vorhaben sprechen für diese Einordnung. Die Digitalisierungsagenda, die auf die Beseitigung des digitalen Rückstands gegenüber den USA und einigen asiatischen Ländern zielt,<sup>3</sup> ist Strukturpolitik im strengen Sinne, ähnlich wie die Förderung des ökologischen Umbaus. Im Muster der Strukturpolitik verbleibt auch die Mittelverteilung, die die schwächeren Mitgliedstaaten begünstigt. Konjunkturpolitische Zielsetzungen hätten einen Verteilungsschlüssel entlang der unmittelbaren Wachstumseinbrüche, gesundheitspolitische Zielsetzungen einen Schlüssel entlang der Betroffenheit von der Pandemie (etwa: Zahl der an Covid-19 Verstorbenen) nahegelegt (wir kommen in Abschnitt 4 darauf zurück).

Vor allem aber spricht der Zeithorizont der Mittelvergabe gegen die Annahme, NGEU ziele auf konjunkturelle Schockabsorption. Die Gelder sollen in den Jahren 2021 bis 2023 beantragt und bewilligt, können aber bis einschließlich 2026 verausgabt werden.<sup>4</sup> Niemand wusste zum Zeitpunkt der politischen Einigung im Mai 2020 oder zum Zeitpunkt des maßgeblichen Ratsbeschlusses im Dezember 2020, ob sich die Empfängerländer 2026 oder auch nur 2023 in einem konjunk-

1 Der Verfasser dankt für wertvolle Hinweise aus den anonymen Gutachten.

2 Die Quelle, der das Zitat entstammt, bietet zudem einen guten Überblick über die Strukturmerkmale des Aufbauplans: [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_de](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_de) (Zugriff vom 30.08.2021). Vergleiche zur Abgrenzung von konjunkturpolitischen Zielsetzungen auch Matthes 2020; Dorn, Fuest 2021; Heinemann 2021.

3 Begg 2021, S. 11.

4 Darvas (2020) rechnet damit, dass der größere Teil der Mittelverwendung auf die Jahre 2024–2026 entfällt.

turellen Auf- oder Abschwung befinden würden.<sup>5</sup> Auch die Bindung der Mittelvergabe an die Umsetzung der Empfehlungen aus dem Europäischen Semester entspricht der Praxis der Kohäsionspolitik. Seit 2014 können Ländern, die die Empfehlungen ignorieren, Mittel aus den Strukturfonds vorenthalten werden.<sup>6</sup>

Unbeschadet dieser Einordnung in den Tätigkeitskanon der EU steht außer Frage, dass NGEU auf der *Einnahmeseite* eine institutionelle Innovation ist. Die Schuldenaufnahme von Mitteln, die dem EU-Haushalt zugeführt werden, bereichert die EU um ein neues Fiskalinstrument. Formal hat NGEU den Charakter einer zeitlich befristeten und damit vorübergehenden<sup>7</sup> Einmalmaßnahme, faktisch aber schafft das Programm einen Präzedenzfall für den Umgang mit zukünftigen Krisen,<sup>8</sup> an denen EU und Euro-Zone nicht arm sind. Dass die Einigung die EU und die Euro-Zone über NGEU hinaus dauerhaft verändert, erscheint daher nicht ausgeschlossen, ja sogar wahrscheinlich.<sup>9</sup>

Vorliegend soll es um die Frage gehen, wie sich diese Innovation zur Funktionsweise des Euro verhält, krankte die Euro-Zone nach weithin geteilter Einschätzung bisher doch gerade daran, dass eine gemeinsame Fiskalkapazität fehlte.<sup>10</sup> Zwar umfasst der Aufbauplan die gesamte EU, nicht nur die Euro-Zone. Aber die Wirkung der neuen Fiskalkapazität lässt die makroökonomischen Vorgänge der Euro-Zone nicht unberührt, und auch künftige Mittelaufnahmen speziell für die Euro-Länder erscheinen denkbar. Kurz, die Reform wirkt strukturverändernd auf die Architektur des Euros ein.<sup>11</sup> Was genau ist gewonnen, wenn die Währungsunion um einen fiskalischen Arm ergänzt wird, der die Aufnahme gemeinsam besicherter Schulden und die Zuweisung der Mittel mit umverteilendem Verteilungsschlüssel ermöglicht, kurzfristig eingesetzt oder auch mittelfristig wie bei NGEU?

Um diese Frage zu diskutieren, werde ich nachfolgend vier Dysfunktionen der Währungsunion unterscheiden und jeweils prüfen, wie eine verstetigte, schuldenfinanzierte Fiskalkapazität auf diese einwirken könnte. Dabei geht es um die unterbrochene makroökonomische Koordination, den gestörten Zinskanal, den verzerrenden Wettbewerbskanal und um das Fehlen eines, bezogen auf die öffentliche Hand, Kreditgebers der letzten Instanz. Mein vorsichtig positives Fazit wird sich vor allem auf den letztgenannten Aspekt beziehen: Gegenüber dem neuen Anleihtyp, der mit der Begebung gemeinsamer Staatsanleihen entsteht, wird sich die

5 Am Rande: Es käme auch niemand auf die Idee, einem auf kurzfristige Konjunkturglättung angelegten Ausgabenprogramm einen Namen zu geben, der auf die »nächste Generation« verweist.

6 Holz 2020.

7 Da freilich die Schuldentilgung Teil des Programms ist, ist zu präzisieren: vorübergehend bis 2058.

8 Thöne 2021, S. 17.

9 In großer Eindeutigkeit der deutsche Finanzminister Olaf Scholz im Interview mit der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* vom 31. Oktober 2020, S. 18: »Es ist der Weg in die von allen beschworene Fiskalunion.«

10 Anstelle vieler: De Grauwe 2013 a, S. 168–169; De Grauwe 2018, S. 111–115.

11 Schorkopf 2021.

Europäische Zentralbank (EZB) wahrscheinlich wie ein verlässlicher *lender of last resort* verhalten. Das ist gegenüber den bisherigen Erfahrungen ein Fortschritt, lässt die meisten anderen Fehlfunktionen der Euro-Zone aber unberührt. Namentlich werden die Zins- und Wettbewerbskanäle weiterhin dysfunktionale makroökonomische Impulse transportieren.

Vorher aber empfiehlt es sich, NGEU in den Kontext der pandemiebedingten konjunkturpolitischen Maßnahmen einzuordnen und integrationspolitische sowie europarechtliche Implikationen zu klären.

## 2. NGEU im ökonomischen, politischen und rechtlichen Kontext

Zum Nachweis von europäischer Handlungsfähigkeit zur *makroökonomischen Schockabsorption* ist NGEU, wie wir oben sahen, schon wegen seiner mittelfristigen Ausrichtung ungeeignet. Da das Instrument gleichwohl als Konjunkturprogramm kommuniziert wurde, lohnt ein Blick auf die fiskalischen Krisenreaktionen im Krisenjahr 2020. Da in jenem Jahr noch kein Geld aus dem Fonds floss, handelte es sich bei den Reaktionen ausschließlich um nationale Schuldenaufnahmen.

Den Daten der internationalen Organisationen zufolge wurde die Wirtschaft der Euro-Zone im Jahr 2020 ungefähr doppelt so hart von der Krise getroffen wie jene der USA. Die Wirtschaft der Euro-Zone schrumpfte um 6,8 Prozent des BIP, die US-Wirtschaft um 3,5 Prozent.<sup>12</sup> Gleichwohl hielten die USA mit einem Haushaltsdefizit von 17,5 Prozent des BIP viel kräftiger dagegen als die Euro-Zone mit nur 8,4 Prozent.<sup>13</sup> Hinter dem Euro-Zonen-Durchschnitt verbergen sich erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. Die fiskalischen Lockerungen waren insbesondere dort umfänglich, wo zuvor, häufig im Kontext von Leistungsbilanzüberschüssen, Haushaltsüberschüsse eingefahren wurden.<sup>14</sup>

Freilich wird die Aussagekraft des europäisch-amerikanischen Vergleichs durch die ungleiche Verteilung automatischer Stabilisatoren eingeschränkt, die in Euro-Zonen-Ländern verbreiteter sind als in den USA.<sup>15</sup> Aber selbst wenn man das berücksichtigt, schneidet die Euro-Zone angesichts der frappierenden Unterschiede zwischen den fiskalischen Reaktionen nicht gut ab. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die USA in den ersten Monaten des Jahres 2021 noch einmal ein Konjunkturpaket in Höhe von 1,9 Bio. US-Dollar verabschiedeten,<sup>16</sup> sodass sich die fiskalischen Maßnahmen seit Pandemiebeginn im amerikanischen Fall auf rund 5 Bio. US-Dollar addieren. Dieses Muster einer stärkeren antizyklischen Fis-

12 OECD 2021, S. 4.

13 IMF 2021, S. 7.

14 Ceron et al. 2020 und Haroutunian et al. 2021, S. 113, dort insbesondere Abbildung 5.

15 Mit erheblichen Unterschieden in Euro-Zone und EU; vgl. Dolls et al. 2012. Schwach ausgeprägt (und näher an den USA als an Skandinavien) sind die automatischen Stabilisatoren in den süd- und osteuropäischen Ländern. Ein bemerkenswertes Ergebnis bei Dolls et al. (2012, S. 289) ist der starke Zusammenhang zwischen automatischen Stabilisatoren und wirtschaftlicher Offenheit.

16 *Handelsblatt* vom 8. März 2021, S. 13.

kalpolitik war bereits während der Finanzkrise erkennbar. Adam Tooze warnte die EU in diesem Zusammenhang vor »gefährlicher Selbstzufriedenheit«.<sup>17</sup>

Offensichtlich ist die fiskalische Handlungsfähigkeit der Euro-Zone – aus Gründen, die in Abschnitt 6 eingehender diskutiert werden – eigentümlich gering. Das spricht nicht gegen NGEU, sondern unterstreicht vielmehr die Stimmigkeit der Suche nach einer europäischen Fiskalkapazität. Auch in einer anderen Hinsicht lassen sich die Einsichten aus dem europäisch-amerikanischen Vergleich gegen die Kritiker von NGEU richten: Angesichts der amerikanischen konjunkturpolitischen Reaktionen von 5 Bio. Dollar seit Pandemiebeginn relativiert sich der vermeintlich gigantische Umfang der durch NGEU auf den Kapitalmärkten aufzunehmenden Mittel von 750 Mrd. Euro,<sup>18</sup> ausgabenseitig verteilt auf mehrere Jahre, ganz erheblich.

Auch in *integrationspolitischer* Hinsicht sind die Einigungen vom Mai und Dezember 2020 bemerkenswert, wurde ein baldiger Durchbruch zur gemeinsamen Schuldenaufnahme doch von niemandem prognostiziert. Es kommt noch hinzu, dass NGEU aus einem bisher beobachteten Muster ausbricht:<sup>19</sup> Bei allen Euro-Rettungsmaßnahmen wurden supranationale Lösungen nur dann gewählt, wenn es um risikominimierende Maßnahmen in Form von Reformdruck auf Krisenländer ging, intergouvernementale Lösungen unter strikter Beibehaltung mitgliedstaatlicher Kontrolle hingegen im Fall von risikoumverteilenden Maßnahmen. Dieses Muster hätte einen intergouvernementalen Fonds nahegelegt, der die Mittel direkt an die Mitgliedstaaten verteilt, ohne sie zunächst dem EU-Haushalt zuzuleiten.

Erklärungsbedürftig erscheint vor diesem Hintergrund vor allem die deutsche Zustimmung sowie jene der kleineren nordeuropäischen, exportorientierten Länder, die sich während der Aushandlungen als »Frugal Four« koordinierten.<sup>20</sup> Im Hinblick auf die deutsche Zustimmung prüfte Lucas Schramm die Überzeugungskraft einer parteipolitischen Erklärung (Regierungsbeteiligung der SPD) und kam zu dem Ergebnis, dass darin der Grund nicht gelegen haben konnte. Ebenso lehnt er die Annahme ab, ein fundamentaler Ideenwandel habe Deutschland vom Ordoliberalismus entfernt.<sup>21</sup> Stattdessen sieht er wirtschaftsbezogene Eigeninteressen als maßgeblich für die deutsche Zustimmung an.

17 Tooze 2021.

18 In Preisen von 2018. In Preisen von 2021 handelt es sich um 809 Mrd. Euro (Bańkowski et al. 2021, S. 5).

19 Seikel 2019.

20 Dabei handelt es sich um Dänemark, die Niederlande, Österreich und Schweden. Diese Länder sind gleichzeitig der Kern einer größeren Ländergruppe, die als »Neue Hanseatische Liga« erstmals im Februar 2018 gemeinsame Positionen zur Zukunft der Euro-Zone formulierte. Wie Schoeller (2021) im Einzelnen zeigt, reagierten die teilnehmenden Länder damit vor allem auf Deutschlands Annäherung an Frankreichs Forderungen nach gemeinsamer Stabilisierungspolitik. Während diese Annäherung im Jahr 2018 noch weitgehend nominell war, lässt sich NGEU als praktischer Vollzug des nominellen Einlenkens verstehen. Vergleiche die weiteren Ausführungen zur deutschen Einsicht in vermehrte Anstrengungen zur Euro-Stabilisierung im Text.

21 Schramm 2021. Zum Ordoliberalismus als Leitkonzept der deutschen Reaktionen während der Finanz- und Euro-Krise: Matthijs 2016.

Folgende Arbeitshypothese sei in diesem Zusammenhang formuliert: Die deutsche Regierung deutete die gemeinsame Schuldenaufnahme als notwendiges Euro-Rettungsprogramm<sup>22</sup> im Einklang mit den Interessen und Problemperzeptionen der deutschen Wirtschaft, die eine starke Präferenz für den Erhalt des für Deutschland vorteilhaften, innereuropäisch verzerrten realen Wechselkurses hat, kurz: für den Erhalt der deutschen Unterbewertung.<sup>23</sup> Jüngst haben Redeker und Walter herausgearbeitet, dass das wirtschaftliche Interesse an der Unterbewertung aus Sicht der Wirtschaftsverbände schwerer wiegt als das Interesse an der Vermeidung transnationaler Fiskaltransfers.<sup>24</sup> Würde der Euro zusammenbrechen, wäre die deutsche Unterbewertung rasch korrigiert, mit hoher Wahrscheinlichkeit sogar: rasch überkorrigiert.

Allein schon wegen der notwendigen fiskalischen Expansion bei gleichzeitig sehr heterogenen budgetpolitischen Ausgangslagen lag eine Rückkehr der Schuldenkrise in der Luft, als NGEU beschlossen wurde. Darüber hinaus lohnt ein Rückblick auf die Pandemiesituation in jenem Mai 2020. Deutschland kam erheblich besser durch die »erste Welle« als alle Nachbarländer. Hätte sich das fortgesetzt, hätte Deutschland von seinen Nachbarn weitere Exportanteile hinzugewinnen können.<sup>25</sup> Der ohnehin schon hohe Leistungsbilanzüberschuss hätte zusätzlichen Auftrieb erhalten und die Finanzmärkte an der mittelfristigen Finanzierbarkeit der Defizite vor allem südeuropäischer Länder erneut zweifeln lassen. Das mag die deutsche Bereitschaft erklären, sich die mittelfristige Stabilisierung der Euro-Zone etwas kosten zu lassen. Für die kleineren exportorientierten Länder mit ähnlich gelagerten Interessen gilt dasselbe.

Allerdings erklären diese Gesichtspunkte nicht den starken supranationalen Arm von NGEU, hätte man denselben Stabilisierungseffekt doch im Prinzip auch mit Euro-Bonds – geteilte Schuldenhaftung ohne Beteiligung des EU-Haushalts – erreichen können. Diese Lösung hätte sich der deutschen Öffentlichkeit und den umverteilungskritischen nordeuropäischen Ländern allerdings noch weniger als NGEU als Einmalmaßnahme verkaufen lassen. Auch die Frage nach der besonders von den »Frugal Four« gewünschten Bindung an die Vorgaben aus dem Europäischen Semester hätte sich dann nicht gestellt. Wahrscheinlich trat eine integrationspolitische Pfadabhängigkeit hinzu: der Gesichtverlust im Falle eines deutschen Einlenkens bei den Euro-Bonds, hatte sich Kanzlerin Merkel hier doch 2012 in großer Eindeutigkeit festgelegt: »Keine Euro-Bonds, solange ich lebe.«<sup>26</sup>

22 Das setzt voraus, dass die Länder NGEU-Zuschüsse auch entweder zur Schuldentilgung oder zur Vermeidung neuer Schuldenaufnahme verwenden. In der Anhörung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestags am 22. März 2021 äußerte beispielsweise Clemens Fuest genau diese Erwartung. Vergleiche auch Heinemann 2021, S. 11; sowie Bańkowski et al. 2021, S. 14–15.

23 Siehe zum Theoriehintergrund Höpner 2019, S. 2–7.

24 Redeker, Walter 2020.

25 Dies auch, weil sich Deutschland aufgrund der vorteilhaften Budgetlage mehr Staatshilfen für Unternehmen leisten konnte (de la Porte, Jensen 2021, S. 392).

26 *Der Tagesspiegel* vom 26. Juni 2012, S. 1.

Bemerkenswert ist NGEU auch hinsichtlich der *Rechtsbindung*, sowohl auf der Einnahme- als auch auf der Ausgabenseite. Die Mittelaufnahme stützt sich auf Artikel 311 (3) AEUV, der die Einführung neuer Eigenmittelkategorien des EU-Haushalts erlaubt; Absatz 2 desselben Artikels schreibt die Finanzierung aus Eigenmitteln ausdrücklich vor. Darüber hinaus verlangt Artikel 310 (1) AEUV, dass Einnahmen und Ausgaben im EU-Haushalt auszugleichen sind. Diese Bestimmungen wurden bisher als ein an den EU-Haushalt gerichtetes Verschuldungsverbot interpretiert.<sup>27</sup> Wäre die Interpretation zutreffend, wäre für NGEU eine Vertragsänderung notwendig gewesen. Tatsächlich aber wurde das neue Fiskalinstrument auf Grundlage von vier Sekundärrechtsakten geschaffen.<sup>28</sup> Dabei fungiert NGEU als Name eines neuen Sonderhaushalts, der die 750 Mrd. Euro am Kapitalmarkt aufnimmt und dem regulären EU-Haushalt in der Kategorie »sonstige Einnahmen« zuführt.<sup>29</sup> Ausgabenseitig, also im Hinblick auf die Zweckbindung der Mittel, wurde NGEU auf Artikel 122 AEUV gestützt, der finanzielle Zuwendungen an *einzelne* Mitgliedstaaten erlaubt, die sich mit Naturkatastrophen oder Versorgungsengpässen konfrontiert sehen.

Die Frage, ob NGEU einnahme- und/oder ausgabeseitig das Primärrecht überspannt, kann vorliegend nicht entschieden werden. Unabhängig davon steht außer Frage, dass die Schöpfer der neuen Fiskalkapazität nach einer Lösung suchten, deren Rechtskonformität sich proaktiv in die Verträge hineinlesen ließ (was freilich noch keinen Rechtsbruch beweist). Die »Konstruktionskünste der beteiligten Juristen«, kommentiert Schorkopf, »sind bewundernswert und zeigen, welche Gestaltungsmöglichkeiten das Unionsrecht bei kreativem Anspruch bietet.«<sup>30</sup> Viele Rechtswissenschaftler, vor allem Europarechtler, bestätigten die Primärrechtskonformität des Aufbauprogramms,<sup>31</sup> manche zweifelten die Rechtsbindung aber an.<sup>32</sup>

Auch in dieser Hinsicht scheint ein bereits aus der Euro-Krise bekanntes Muster auf. Die heutigen Dynamiken in EU und Währungsunion, vom Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) über die Ankaufprogramme der EZB bis hin zu

27 Geiger et al. 2017, S. 1017.

28 Im Einzelnen handelt es sich um den Beschluss zum Eigenmittelsystem der EU, die Verordnung zur Schaffung eines Aufbauinstruments der EU, die Verordnung über eine allgemeine Konditionalitätsregelung zum Schutz des Haushalts der Union und die Verordnung zur Festlegung des mehrjährigen Finanzrahmens für die Jahre 2021–2027. Die Wortlaute der Rechtsakte können hier abgerufen werden: [www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2020/12/14/next-multiannual-financial-framework-and-recovery-package-council-moves-to-finalise-adoption/](http://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2020/12/14/next-multiannual-financial-framework-and-recovery-package-council-moves-to-finalise-adoption/) (Zugriff vom 30.08.2021).

29 Kritiker monieren darüber hinaus eine etwaige Verletzung des Artikels 125 AEUV, der die europarechtliche Anordnung einer Haftung für die Verbindlichkeiten anderer EU-Länder je nach Lesart begrenzt oder gänzlich untersagt.

30 Schorkopf 2020, S. 11.

31 Davon zeugen die Stellungnahmen bei der Anhörung des Europa-Ausschusses des Deutschen Bundestags am 26. Oktober 2020. Bei der Anhörung des Haushaltsausschusses am 22. März 2021 wurde vor allem ökonomische (statt rechtliche) Expertise abgefragt.

32 Vgl. etwa Heber 2021; Riedl 2021.

NGEU, konnten von den Vertragspartnern nicht vorhergesehen werden. Vertragsänderungen sind aber schwierig zu bewerkstelligen, weil sie in mehreren Ländern Volksabstimmungen erfordern, die seit dem Ende des »permissiven Konsenses«<sup>33</sup> über die europäische Integration nur noch schwer zu gewinnen sind. Die sich öffnende Schere zwischen starren Vertragsgrundlagen und dynamischer Praxis erfordert einen besonders flexiblen, kreativen Umgang mit dem Primärrecht. Die Europarechtswissenschaft und namentlich der EuGH verhalten sich gegenüber dieser Kreativität weitgehend affirmativ, während die Folgebereitschaft des in Kompetenzfragen kritischeren nationalen Verfassungsrechts Grenzen hat, wie das umstrittene PSPP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom Mai 2020<sup>34</sup> verdeutlichte.<sup>35</sup> Es kann daher nicht überraschen, dass sich NGEU nicht nur europä-, sondern auch verfassungsrechtlich bewähren müssen.<sup>36</sup>

### 3. Die unterbrochene makroökonomische Koordination

In diesem und den drei nachfolgenden Abschnitten wird angenommen, dass NGEU tatsächlich als Durchbruch zu einer dauerhaft gesteigerten fiskalischen Handlungsfähigkeit auf europäischer Ebene zu deuten ist. Die Annahme setzt freilich voraus, dass die politischen und verfassungsrechtlichen Hürden, die einer Verstetigung dieser Lösung entgegenstehen, erfolgreich genommen werden. Die Euro-Zone, so das Gedankenexperiment, sei künftig in der Lage, gemeinsame Schulden aufzunehmen und sie mit einem umverteilenden Impuls, der nicht zwingend derselbe sein muss wie bei NGEU (näheres dazu unten), einzusetzen. Welche Funktionsdefizite der Währungsunion wären damit vermindert oder gänzlich beseitigt, welche nicht?

Als die Maastrichter Verträge geschlossen wurden, war der Monetarismus der vorherrschende wirtschaftswissenschaftliche Orientierungsrahmen.<sup>37</sup> Dieses Paradigma eignete sich nicht nur zur Rechtfertigung der Notenbankautonomie und einer strikten Preisstabilitätsorientierung der Geldpolitik, es schien auch die Möglichkeit einer Währungsunion mit sehr heterogenen Teilnehmern zu rechtferti-

33 Hooghe, Marks 2009. Der Lehre vom permissiven Konsens zufolge wurde die europäische Integration in den ersten Nachkriegsjahrzehnten vor allem als friedensschaffende Außenpolitik gedeutet und akzeptiert. Dieses Legitimationsmuster nutzte sich ab, je mehr die europäische Integration in die Binnen- statt lediglich die Außenverhältnisse der beteiligten Länder eingriff.

34 BVerfG, 2 BvR 859/15.

35 Höpner 2021.

36 Am 26. März 2020 untersagte das Bundesverfassungsgericht die Ausfertigung des deutschen Zustimmungsgesetzes zum Eigenmittelbeschluss der EU, bis eine verfassungsrechtliche Klärung eines Antrags auf einstweilige Anordnung gegen die Zustimmung vorliegt. Den Erlass einer entsprechenden Anordnung lehnte das BVerfG mit Beschluss vom 15. April 2021 aber ab (BVerfG, 2 BvR 547/21). Zwar kündigte Karlsruhe eine eingehende verfassungsrechtliche Prüfung an. Diese kann die bereits begonnene Mittelaufnahme aber nicht mehr stoppen.

37 Sandholtz 1993.

gen.<sup>38</sup> Denn der Monetarismus operiert mit der Fiktion separierbarer Zuständigkeiten der makroökonomischen Instrumente. Demnach ist die Geldpolitik für die Preisstabilität zuständig und die Lohnpolitik für die Räumung der Arbeitsmärkte. Aus dieser Perspektive konnte die Geldpolitik aus dem Ensemble makroökonomischer Instrumente entfernt werden, um auf europäischer Ebene die Preise für alle gleichermaßen stabil zu halten, während sich die Lohnpolitik auf nationaler Ebene weiter um das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage auf den Arbeitsmärkten kümmern sollte und die Fiskalpolitik um die Bereitstellung öffentlicher Güter.

Außerhalb des monetaristischen Paradigmas gibt es eine solch strikte Separierung der makroökonomischen Wirkungsmuster nicht. Wirkt aber alles auf alles, namentlich auch die Lohnpolitik und die Fiskalpolitik auf die Inflation und die Geldpolitik auf Wachstum und Beschäftigung, dann wird auch der vom Monetarismus befürworteten strikten Aufgabenteilung der Boden entzogen. Funktional kann dann beispielsweise (je nach makroökonomischem Umfeld) eine strikt produktivitätsorientierte, aber nicht darüber hinausgehende und daher inflationsneutrale Lohnpolitik sein, die der Fiskalpolitik eine expansive Ausrichtung ermöglicht, gegen die die Geldpolitik nicht mit Zinserhöhungen einschreiten muss. Legt man ein solches Modell zugrunde, folgt daraus ein gänzlich anderer Ratschlag: Es geht dann darum, den Einsatz der Instrumente wirksam zu koordinieren, statt sie voreinander abzuschirmen.

Die Koordinierbarkeit makroökonomischer Politik unterscheidet sich von Land zu Land. Sie hängt von den Zielorientierungen der Beteiligten ebenso ab wie von politisch-institutionellen Faktoren, also von den Graden an Fiskalföderalismus und Schuldenregeln beispielsweise, von der organisationalen Verfasstheit der Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände, von der Notenbankautonomie und anderem mehr. So erklärte etwa Scharpf die Leistungsprofile Österreichs, Großbritanniens, Schwedens und Deutschlands nach den Ölpreisschocks der 1970er und 1980er Jahre mit deren unterschiedlichen Fähigkeiten, ihre Lohn-, Geld- und Fiskalpolitiken aufeinander abzustimmen.<sup>39</sup>

Hall und Franzese deuteten das produktive Zusammenwirken von Lohn- und Geldpolitik als Ausdruck der Fähigkeit, stimmig auf Signale des jeweils anderen Partners zu reagieren, und sahen die besten Voraussetzungen hierfür im Zusammenspiel von unabhängigen Notenbanken und Einheitsgewerkschaften mit hoher tarifvertraglicher Deckungsrate gegeben: Sind Gewerkschaften in der Lage, auf glaubhafte Androhungen des Umschwenkens auf restriktive Geldpolitik von Seiten autonomer Zentralbanken mit zurückhaltender Nominallohnpolitik zu reagieren, kann die Notenbank im Ergebnis Inflationsimpulse minimieren, ohne dafür tatsächlich zum Nachteil von Wachstum und Beschäftigung an der Zinsschraube drehen zu müssen.<sup>40</sup> Erfolgreiche makroökonomische Politik folgt diesen Einsich-

38 Im Einzelnen Hübner 2019, S. 53–65.

39 Scharpf 1987.

40 Hall, Franzese 1998.

ten zufolge also aus der in der Praxis stets prekären Fähigkeit zur funktionalen Feinabstimmung zwischen Sozialpartnern, Budgetpolitik und Notenbank.

Der Euro aber unterbricht die Abstimmung zwischen Lohn-, Fiskal- und Geldpolitik, weil die Geldpolitik aus dem Koordinationsspiel herausgeschnitten und an die europäische Ebene delegiert wurde. Die Zinspolitik der EZB muss sich zudem zwangsläufig an Euro-Zonen-Durchschnittswerten orientieren. Zwar gibt es neben der einheitlichen Zinspolitik auch Instrumente differenzierter Geldpolitik, etwa selektive Ankäufe von Anleihen. Auch nach Ländern unterscheidende Mindestreservesätze für Geschäftsbanken wären zumindest denkbar. Aber das sind die Ausnahmen von der Regel. Die Herausnahme der Geldpolitik aus der Koordination makroökonomischer Instrumente ist das erste der vier strukturellen Probleme des Euro.

Würde sich das durch eine verstetigte Fassung von NGEU ändern? Es ist anzuerkennen, dass die Verschuldungspolitik und die Ausgabenpolitik mit NGEU einen kleinen Schritt näher an die Geldpolitik heranrücken. Zwar ist diese Einsicht in dreierlei Hinsicht zu qualifizieren. Erstens, der mit NGEU gemachte Schritt ist sehr klein. Der Aufbaufonds bewirkt in den Jahren 2021–2026 eine fiskalische Expansion von durchschnittlich sechsmal ungefähr 0,9 Prozent des BIP der EU. Das ist zwar mehr als Symbolpolitik, aber wenig im Vergleich sowohl zu den in Abschnitt 2 berichteten Wachstumseinbrüchen als auch zu den fiskalischen Reaktionen auf mitgliedstaatlicher Ebene. Zweitens, nicht nur der überwiegende Teil der Verschuldungs- und Fiskalpolitik findet weiterhin auf nationaler Ebene statt. Dasselbe gilt vielmehr auch für die Lohnpolitik. Eine europäische Lohnkoordination gibt es nicht, und an eine zentralisierte, aus Brüssel gelenkte Lohnpolitik ist schon gar nicht zu denken.<sup>41</sup> Drittens, der Teilverweis der Verschuldungspolitik an die europäische Ebene sagt noch nichts darüber aus, wofür sich die Mittel einsetzen lassen. Diese Frage wird in den beiden nachfolgenden Abschnitten eingehender diskutiert.

Die Einwände in Sachen Umfang, fehlender Lohnkoordination und Einsetzbarkeit der Mittel ändern aber nichts an dem positiven Urteil. Wenn wir als »gesetz« ansehen, dass eine Rückverweisung der Geldpolitik an die nationale Ebene nicht zur Debatte steht,<sup>42</sup> ist die Vergrößerung des fiskalischen Handlungsspielraums der europäischen Ebene als stimmiger Schritt zu würdigen.

41 Höpner, Seeliger 2018.

42 Diese Möglichkeit bringen beispielsweise Flassbeck und Lapavistas (2013, Kapitel 5), Sinn (2015, Kapitel 9), Scharpf (2014, S. 17–18) und Streeck (2013, S. 225–256) ins Spiel, für einzelne Länder oder die gesamte Euro-Zone. Aber auch im Kreis jener Autorinnen und Autoren, die Euro-Austritte zumindest im ernsthaft zu prüfenden Optionsraum halten wollen, hätten wohl nur wenige befürwortet, eine gewagte Währungsreform inmitten der Pandemiekrise ins Auge zu fassen.

#### 4. Der gestörte Zinskanal

Hier geht es um die Wirkungen der einheitlichen Geldpolitik auf den Realzins. Die Zinspolitik ist ein Teil der makroökonomischen Stabilisierungspolitik: Hohe Realzinsen sollen überhitzte Konjunkturen abbremsen, um Inflation zu vermeiden, niedrige Realzinsen sollen helfen, schwache Konjunkturen anzuschieben und die Gefahr der Deflation zu bannen. Das geschieht durch die Beeinflussung der Kreditkosten der Unternehmen, die als Teil der Investitionskosten mittelbar die Profitabilität beeinflussen und so mittelbar die Investitionsanreize steuern sollen.

Die Wirksamkeit dieses Mechanismus darf man sich nicht zu direkt vorstellen. Erstens ist es ein langer Transmissionsweg von den Notenbankzinsen zu den Zinsen auf privat geschöpftes Kreditgeld. Zweitens lässt sich die Konjunktur mit schockartigen Zinserhöhungen aller Erfahrung nach abbremsen. Zinssenkungen lassen die für Investitionen maßgebliche Güternachfrage aber zunächst einmal unbeeinflusst, von der kreditfinanzierten Konsumnachfrage abgesehen. Mit der Zinspolitik allein lässt sich die Konjunktur daher nicht anschieben, wie sich in den vergangenen Jahren im Euro-Raum beobachten ließ. Drittens hängt es von der Liquiditätsausstattung der Unternehmen ab, ob und inwieweit sie Kredite für Investitionen überhaupt benötigen. Benötigen sie keine, sind veränderte Kreditkosten für die Unternehmen irrelevant.

Unterstellen wir, dass die Zinspolitik zumindest nicht vollkommen wirkungslos ist, dann stört ihre Vergemeinschaftung die Stabilisierungspolitik umso mehr, je uneinheitlicher die Konjunkturen in den Teilnehmerländern des Euro sind. Derselbe einheitliche Nominalzins übersetzt sich bei hoher Inflation in einem Mitgliedsland nämlich in einen niedrigen Realzins, der expansive Impulse setzt, bei niedriger Inflation in einem anderen Mitgliedsland hingegen in einen hohen Realzins, von dem dämpfende Impulse ausgehen – obwohl es eigentlich umgekehrt sein sollte, um die heterogenen europäischen Konjunkturverläufe einander anzunähern. Dieser Effekt wird in der ökonomischen Literatur als Walters-Kritik<sup>43</sup> diskutiert.<sup>44</sup> Im Ergebnis werden sowohl Über- als auch Unterkonjunkturen dysfunktional verlängert (in der Terminologie von Olivier Blanchard: *rotating slumps*). Das ist die zweite der vier strukturellen Dysfunktionen des Euro.

Den zinspolitisch bewirkten Konjunkturverlängerungseffekt kann eine Fiskalkapazität nicht beseitigen, denn sie maximiert die Möglichkeiten einer nach Ländern differenzierenden Geldpolitik nicht. Jedoch lässt sich fragen, ob sich die von ihr auf den Kapitalmärkten aufgenommenen Mittel so einsetzen lassen, dass die innereuropäischen Konjunkturverläufe besser synchronisiert werden. Wäre es so, wären im Ergebnis auch die über den Zinskanal erzeugten Probleme geringer.

Hiervon ist nicht nur eine theoretisch vorstellbare europäische Fiskalkapazität, sondern auch NGEU selbst nicht weit entfernt, wenn man von der mittelfristig angelegten Zweckbindung der Gelder einmal absieht. Denn der Vergabeschlüssel berücksichtigt die Arbeitslosenquote. Diese ist in der Hochkonjunktur naturge-

43 Alan Walters war wirtschaftspolitischer Berater von Margaret Thatcher.

44 Enderlein 2004, Kapitel 2; Geiger, Spahn 2008; Spahn 2012.

mäß niedriger als in der Krise. Würde diese Lösung auf höherem Niveau verstetigt und künftig kurzfristiger ausgerichtet, könnte sie tatsächlich zur Angleichung der Konjunkturen beitragen. Allerdings: Das funktioniert nur in der gegenwärtigen Lage, in der die im Vergleich zu den Südländern reicheren<sup>45</sup> Länder des europäischen Nordens gleichzeitig die Länder mit niedrigeren Arbeitslosenquoten sind.

Heterogene Konjunkturverläufe können sich aber auch anders über den Euro-Raum verteilen, wie wir aus den ersten Jahren der Währungsunion wissen, in denen sich der Zinseffekt gegen das vergleichsweise reiche Deutschland richtete.<sup>46</sup> Diese Anordnung der innereuropäischen Konjunkturverläufe kann wiederkehren. Ginge etwa die Weltkonjunktur aufgrund einer schweren Krise in China in die Knie, würde das besonders die exportabhängigen Länder des Nordens und ganz besonders das über-exportorientierte Deutschland treffen.

Wäre denkbar, dass gemeinsam aufgenommene Schulden (oder direkte Transfers) dann so eingesetzt würden, dass sie gezielt die reicheren Länder unterstützen? Umverteilung von Arm zu Reich, mit dem Ziel der Konjunkturglättung? Dass das geht, muss bezweifelt werden. Fiskalische Umverteilung, wie wir sie in der EU vor allem aus den Strukturfonds kennen, dient einem anderen Zweck: der mit dem Solidaritätsgedanken kompatiblen Kohäsionspolitik, also der Förderung schwächerer Regionen. Das ist etwas völlig anderes als Konjunkturangleichungspolitik und kann ihr durchaus auch zuwiderlaufen, je nach Lage der innereuropäischen Konjunkturverläufe.

Es ist daher nur konsequent, dass NGEU nach dem Vorbild der Strukturpolitik geschaffen wurde, nicht nach den Anforderungen kurzfristig wirksamer Konjunkturglättungspolitik – und auch nicht nach den Anforderungen gezielter Hilfen für Länder, deren Bevölkerungen von der Pandemie in gesundheitlicher Hinsicht besonders schwer getroffen wurden. Wie Dorn und Fuest zeigen, hätte eine Mittelverteilung, die sich vor allem auf das Ausmaß der Konjunkturerinbrüche konzentriert hätte, etwa die überdurchschnittlich wohlhabenden Länder Belgien und Frankreich bevorzugen müssen.<sup>47</sup> Weil solche Verteilungswirkungen nicht als gerecht erschienen wären, ging die Schwere der wirtschaftlichen Einbrüche nur mit 30 Prozent in den Verteilungsschlüssel ein. Das führte im Ergebnis zu einer nur sehr schwachen – aber immerhin positiven – Korrelation zwischen den Verteilungsfolgen der Fondslösung und der Schwere der wirtschaftlichen Einbrüche. Ein Zusammenhang zwischen der Begünstigung durch NGEU und den relativen Covid-Opferzahlen war hingegen vollkommen abwesend.

Das Problem heterogener Wirtschaftszyklen bliebe also auch im Falle eines verstetigten und vergrößerten Fonds ungelöst. Ob sich eine Fiskalkapazität nach dem

45 Anzumerken ist aber, dass sich diese Betrachtungsweise auf das Pro-Kopf-Einkommen in den jeweiligen Ländern bezieht. Betrachtet man statt den Einkommen die Nettohaushaltsvermögen, sortieren sich die EU-Länder anders: Der Median der Haushaltsvermögen liegt in Frankreich, Italien, Portugal und Spanien höher als in Deutschland. Siehe die EZB-Daten in Household Finance and Consumption Network 2020.

46 Spethmann, Steiger 2004; Rühmann 2005.

47 Dorn, Fuest 2021.

Vorbild von NGEU zur Glättung der innereuropäischen Konjunkturzyklen einsetzen lässt, ergibt sich eher zufällig, je nach Verteilung der Zyklen auf EU und Euro-Raum. Die Vorstellung, eine europäische Fiskalkapazität lasse sich speziell am Ziel des Konjunkturausgleichs ausrichten, ist angesichts der europäischen Wohlstandsunterschiede naiv; transnationale Umverteilung ist auf absehbare Sicht – aus guten Gründen – an das Muster der Strukturpolitik gebunden.<sup>48</sup> Das bedeutet gleichzeitig, dass die einheitliche Nominalzinspolitik im Euro-Raum auch weiterhin dysfunktionale Konjunkturimpulse aussenden wird. Stellen wir zusätzlich in Rechnung, dass zu hohe Zinsen die Konjunktur verlässlicher bremsen, als niedrige Zinsen sie anzuschieben vermögen, dann dürfte der Euro Rezessionen zudem stärker verlängern als Hochkonjunktoren.

## 5. Der Wettbewerbskanal

Die Währungsunion hat nicht nur eine »multilaterale« Notenbank geschaffen. Sie schließt auch nominale Wechselkursanpassungen unter den beteiligten Ländern naturgemäß aus. Verschieben sich also die realen effektiven Wechselkurse durch heterogene Lohn-/Preisentwicklungen, stehen nominale Auf- und Abwertungen nicht mehr korrigierend zur Verfügung. Türmen sich Fehlentwicklungen über Jahre auf und übersetzen sich in Leistungsbilanzungleichgewichte, hat das für die Defizitländer dramatische Konsequenzen.<sup>49</sup> Während nämlich real unterbewerteten Ländern der Anreiz zur Korrektur mittels Reflationierung fehlt, bleibt real überbewerteten Ländern nur die Möglichkeit der internen Abwertung. Diese aber ist eine Extremform »schmerzhafter Politik«.<sup>50</sup> Interne Abwertungen werden durch fiskalische Austeritätspolitik eingeleitet, die die Wirtschaft an die Deflationsgrenze oder sogar über sie hinaus schiebt und typischerweise um *union busting* mit dem Ziel ergänzt, die Gewerkschaften an der Verteidigung der Nominallöhne zu hindern.<sup>51</sup> Wie Rathgeb und Tassinari jüngst gezeigt haben, wurde in der Euro-Zone stärker als außerhalb von ihr dezentralisierend in Tarifverträge eingegriffen, was gleichbedeutend mit einer Schwächung der Gewerkschaften ist.<sup>52</sup>

Warum kam es in der Euro-Zone, entgegen der Hoffnungen auf Inflationskonvergenz, zu heterogenen Lohn- und Preisauftrieben? Das Problem hat eine kon-

48 Allgemein betrifft dieses Problem alle Vorschläge zu innereuropäischen Finanztransfers, die nicht wie die Kohäsionspolitik auf dem Solidaritätsprinzip beruhen (Umverteilung von Reich zu Arm), sondern auf dem Versicherungsprinzip. Das derzeit prominenteste Beispiel hierfür ist die europäische Arbeitslosenversicherung; vgl. Dullien 2015. Auf lange Sicht verspricht sie neutrale Verteilungswirkungen, auf kurze bis mittlere Sicht kann sie aber Transfers von ärmeren zu reicheren Ländern in Gang setzen. Ob das tatsächlich politisch stabilisierbar wäre (namentlich: ob es in den ärmeren Geberländern akzeptiert würde), muss mit einem Fragezeichen versehen werden.

49 Flassbeck, Lapavistas 2013.

50 Walter 2016.

51 Schulten, Müller 2013.

52 Rathgeb, Tassinari 2021.

junkturrelle und eine politökonomische Seite. Wie wir im vorigen Abschnitt sahen, leistete der Euro keinen Beitrag zur Konvergenz von Konjunkturzyklen, sondern trieb die innereuropäischen Konjunkturverläufe sogar zusätzlich auseinander. In den südeuropäischen Ländern, wo bis 2010 vor allem die Bausektoren boomten, erfolgten überdurchschnittliche Lohn- und Preisauftriebe, die die betroffenen Länder schließlich in die Wettbewerbskrise führten.<sup>53</sup>

Aber selbst bei gleichen Positionierungen im Konjunkturzyklus bringen unterschiedliche »Spielarten des Kapitalismus« unterschiedlich ausgeprägte Lohn- und Preisauftriebe hervor.<sup>54</sup> Der Paradefall eines Niedriginflationslands ist Deutschland, das in der europäischen Wirtschaftsgeschichte seit dem Zweiten Weltkrieg fast immer durch seine gering ausgeprägten Lohnstückkosten- und Preisauftriebe auffiel. So vollzog Deutschland dann auch im Euro einen nicht mehr durch nominale Wechselkursanpassungen korrigierbaren Prozess der kompetitiven Disinflationierung. Da die Heterogenität der innereuropäischen Lohnregime weiterbesteht und eine horizontale transnationale Lohnkoordination nicht in Sicht ist,<sup>55</sup> fehlt der Euro-Zone bis auf Weiteres ein Mechanismus zur Verhinderung von Wettbewerbsverzerrungen. Das ist die dritte der vier strukturellen Dysfunktionen des Euro.

Die Frage, ob eine auf Dauer gestellte Fiskalkapazität nach dem Vorbild von NGEU an der Behebung, zumindest aber Eindämmung des Problems mitwirken könnte, lässt sich schnell abhandeln. NGEU adressiert die verzerrten Wechselkurse richtigerweise nicht. Denn um die realen Wechselkurse zu entzerren und also gezielt die Inflation im Norden der Euro-Zone zu erhöhen, müsste der Norden ja mehr aus dem Fonds herausholen als der Süden. Aus guten Gründen ist das Gegenteil der Fall. Jetzt und auch in Zukunft ist die Vorstellung, ein europäischer Transfermechanismus könnte Ländern in vorteilhafter Wettbewerbssituation systematisch und intentional Mittel auf Kosten von Ländern zuführen, die sich in einer Wettbewerbskrise befinden, fernliegend. Ein solches Instrument liefe allen Vorstellungen von Solidarität und Gerechtigkeit zuwider und wäre daher normativ nicht stabilisierbar.<sup>56</sup>

Wie im vorigen Abschnitt zeigt sich also auch hier, dass die Verfügung über eine Fiskalkapazität noch nichts darüber aussagt, zu welchen Zwecken sie sich realistisch einsetzen lässt. Transnationale Umverteilung in der Euro-Zone, organisiert über gemeinsame Schulden oder direkte Transfers, ist nicht grundsätzlich ausgeschlossen, wie die europäische Strukturpolitik und NGEU zeigen. Die Verteilungsrichtungen müssen aber mit dem Solidaritätsgedanken kompatibel sein.

53 Sinn 2015, Kapitel 4.

54 Zu dieser Einsicht gelangt eine umfängliche Literatur, die sowohl der vergleichenden Policy-Forschung als auch der vergleichenden Politischen Ökonomie zuzurechnen ist; vgl. Busch 1995; Hancké 2013; Hall 2017; Höpner, Lutter 2018.

55 Höpner, Seeliger 2018.

56 Johnston und Regan (2016, S. 333) zweifeln grundsätzlich an, dass europäische Fiskalpolitik verzerrte Wechselkurse und Leistungsbilanzungleichgewichte adressieren kann.

Kurz: Von einem Mechanismus zur Entzerrung verzerrter Wechselkurse ist die Euro-Zone nach NGEU so weit entfernt wie davor.

## 6. Währungsraum ohne verlässlichen Kreditgeber der letzten Instanz

Inländische Staatsanleihen gelten fast überall auf der Welt als sichere Anlagen. Sie sind mit einem Inflationsrisiko, aber keinem Ausfallrisiko behaftet. Die Euro-Zone ist der einzige bedeutende Währungsraum der Welt, der dieser Regel nicht folgt.<sup>57</sup> Der Euro verhält sich gegenüber den Euro-Teilnehmern heteronom, also wie eine Fremdwährung;<sup>58</sup> Die EZB agiert gegenüber öffentlichen Haushalten nicht als verlässliche Kreditgeberin der letzten Instanz, wie der griechische Schuldenschnitt im Jahr 2012 verdeutlichte. Staatsanleihen sind im Euro daher mit einem Ausfallrisiko behaftet.<sup>59</sup>

Dieses Ausfallrisiko preisen die Finanzmarktteilnehmer in ihre Renditeforderungen ein, wenn sie Staatsanleihen erwerben. Das Fehlen sicherer öffentlicher Anleihen kann einen doppelten *vicious cycle* auslösen. Hohe Risikoaufschläge erhöhen die Refinanzierungskosten von Staaten, was die Schuldentragfähigkeit verschlechtert, einen umso höheren öffentlichen Finanzbedarf auslöst und erneut treibend auf die Risikoaufschläge zurückwirken kann; zudem können sich ausfallgefährdete Staaten und angeschlagene Banken, die inländische Staatsanleihen halten und öffentliche Hilfen benötigen, gegenseitig in den Strudel ziehen.<sup>60</sup> So wie der Euro funktioniert, hat die Sorge um die öffentliche Schuldentragfähigkeit daher nicht lediglich fiktionale, sondern reale Ursachen. Sie ist wohlbegründet. Das hat weitreichende Auswirkungen auf das Verhältnis zwischen den Finanzmärkten und der öffentlichen Hand: Im Euro-Setting können die Finanzmärkte Staaten in den Konkurs drängen.<sup>61</sup> Das ist der vierte und letzte der vorliegend unterschiedenen strukturellen Dysfunktionen des Euro.

Unbeschadet dieser Struktureigenschaft der Währungsunion nähert sich die EZB einem *lender of last resort* mitunter an. Nach dem griechischen Schuldenschnitt im Jahr 2012 verkündete die EZB das Outright Monetary Transactions-Programm (OMT), das – unter Auflagen – auf die Eliminierung des Ausfallrisikos griechischer Staatsanleihen zielte. Allein diese Ankündigung nahm Panik aus den Finanzmärkten und ließ die Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen der südlichen Euro-Teilnehmerländer sinken.<sup>62</sup> Ähnliches war während der Pandemiekrise zu

57 Wray 2015, S. 176–177; Priewe 2017, S. 19.

58 De Grauwe 2018, S. 8–10.

59 De Grauwe 2013 b; Lindner 2021. Die europarechtlichen Grundlagen dieser Konstruktion sind das Verbot der direkten Staatsfinanzierung durch die Notenbank in Artikel 123 AEUV und das Bailout-Verbot in Artikel 125 AEUV.

60 Hübner 2019, Kapitel 4.

61 Mit Streeck (2013, Kapitel II) lässt sich das Problem auch wie folgt formulieren: Ohne Kreditgeber der letzten Instanz wird die Demokratie der *Staatsbürger* unter den Vorbehalt der Renditeforderungen der *Märkte* gestellt.

62 De Grauwe 2018, S. 182–184.

beobachten, in der die EZB mit dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) die Neuverschuldung der Euro-Teilnehmerländer in vorher nicht gekanntem Ausmaß unterstützte, indem sie erhebliche<sup>63</sup> Teile der neuen Papiere in ihre Bilanz nahm.<sup>64</sup> Diese Operation lässt sich allenfalls unter der Lupe juristischer Feinheiten von der direkten Staatsfinanzierung durch die Notenbank unterscheiden.<sup>65</sup>

Aus guten Gründen also unterstützte die EZB während der Covid-Krise die fiskalischen Expansionen der Euro-Teilnehmerländer, verhielt sich also pandemiebedingt wie eine Kreditgeberin der letzten Instanz. Vor diesem Hintergrund erscheint die in Abschnitt 2 dargestellte, auffallend gehemmte Verschuldungstätigkeit der Euro-Länder im Jahr 2020 erklärungsbedürftig. Hätte das PEPP nicht »Bahn frei« für ein deutlich mutigeres fiskalisches Dagegehalten nach US-amerikanischem Vorbild bedeuten müssen?

Das Problem ist, dass die Mitglieder der Euro-Zone den mit PEPP errichteten Schutzschirm zu Recht als Notfallmaßnahme erkannten. Der Schirm war vorübergehend, letztlich willkürlich und konnte den Staaten jederzeit wieder entzogen werden.<sup>66</sup> Die Regierungen handelten daher rational, wenn sie sich auch unter Pandemiebedingungen nur mit äußerster Vorsicht verschuldeten, wohl wissend, dass die notwendigen Schulden bald wieder wie Fremdwährungsschulden funktionieren würden.<sup>67</sup> Sobald das geschieht, besteht erneut die Gefahr, in Anpassungsprogramme gezwungen zu werden, und Schuldenschnitte bleiben ebenfalls nicht ausgeschlossen. Kurz, auch PEPP macht die EZB nicht zu einer *verlässlichen* Kreditgeberin der letzten Instanz.

Der Verlust des verlässlichen Kreditgebers der letzten Instanz war der Eintrittspreis in den Euro und bleibt auf absehbare Zeit einer seiner Parameter. Zur Adressierung dieses Problems ist NGEU naturgemäß die falsche Adresse. Notwendig wäre eine durch Vertragsänderung bewirkte Verpflichtung der EZB, als *lender*

63 Duarte (2021) zufolge kaufte die EZB 95,5 Prozent der von den Euro-Ländern im Jahr 2020 emittierten Staatsanleihen auf.

64 Hansen, Meyer 2020, S. 279. Das Ankaufprogramm PEPP wurde vom EZB-Rat im März 2020 zunächst mit einem Umfang von 750 Mrd. Euro beschlossen, im Juni um 600 Mrd. Euro und im Dezember um weitere 500 Mrd. Euro aufgestockt, sodass es bisher (Stand: Anfang April 2021) insgesamt 1,85 Bio. Euro umfasst.

65 Der Unterschied zu *overt finance* besteht darin, dass die EZB die Anleihen nicht direkt vom Emittenten, sondern über den Umweg der Finanzmärkte erwirbt.

66 Fazi 2021. »There is an ›E‹ in PEPP for a reason«, zitieren Canepa und Koranyi (2020) einen EZB-Beamten. Vgl. etwa auch das Interview mit EZB-Direktorin Isabel Schnabel in *Handelsblatt online* vom 4. November 2020. [www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/isabel-schnabel-im-interview-ezb-sieht-spielraum-fuer-weitere-zinssenkung/26585390.html?ticket=ST-3326575-rRISXzjcAhQsDx04haDF-ap2](http://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/isabel-schnabel-im-interview-ezb-sieht-spielraum-fuer-weitere-zinssenkung/26585390.html?ticket=ST-3326575-rRISXzjcAhQsDx04haDF-ap2) (Zugriff vom 30.08.2021).

67 EZB-Präsidentin Christine Lagarde signalisierte die Möglichkeit dieses Szenarios, als sie im März 2020 verkündete: »Wir sind nicht hier, um Spreads zu schließen«; *Spiegel online* vom 12. März 2020. [www.spiegel.de/wirtschaft/corona-krise-EZB-chefin-christine-lagarde-enttaeuscht-die-finanzmaerkte-a-888daf2f-ab6d-4b98-9984-486cad84de37](http://www.spiegel.de/wirtschaft/corona-krise-EZB-chefin-christine-lagarde-enttaeuscht-die-finanzmaerkte-a-888daf2f-ab6d-4b98-9984-486cad84de37) (Zugriff vom 30.08.2021).

*of last resort* zu fungieren. Gleichwohl bewirkt NGEU einen – überschaubaren – Schritt in eine neue Richtung. Denn den Staatsanleihen, wie wir sie heute kennen, wird eine neue Form von Obligationen an die Seite gestellt: europäische, gemeinsam garantierte Staatsanleihen.

Es ist offen, wie sich die EZB gegenüber den neuen Papieren verhalten wird. Wie viele von ihnen wird sie in ihre eigene Bilanz nehmen, falls die Finanzmarktteilnehmer beginnen sollten, einen hohen Risikoaufschlag einzupreisen? Wird sie auch hier, also gegenüber dem europäischen Haushalt, Austerität einfordern, bevor sie aktiv wird? Das erscheint fernliegend, darf den Blick aber nicht darauf verstellen, dass die mit NGEU bewirkte gemeinsame Verschuldung gegenüber der aufkumulierten, regelmäßig zu refinanzierenden Staatsschuld der EU-Länder<sup>68</sup> gering bleibt und dass auch eine Verstetigung bei gleichzeitiger Verdopplung oder Verdreifachung, die politisch nicht zur Debatte steht, hieran nichts ändern würde. Es bleibt daher dabei, dass die allermeisten Staatsanleihen in der Euro-Zone nicht sicher sind.

## 7. Fazit

Der im Dezember 2020 vom Rat beschlossene Aufbauplan bereichert die EU um ein neues, schuldenfinanziertes Fiskalinstrument und schafft einen Präzedenzfall für zukünftige Krisen. Das ist nicht nur aus integrationspolitischer Perspektive bemerkenswert, sondern auch im Hinblick auf die Struktur der Währungsunion interessant, fehlte der Euro-Zone doch nach weithin geteilter Auffassung bisher genau das: eine Fiskalkapazität.<sup>69</sup> Vorliegend wurde daher diskutiert, wie das neue, hypothetisch als verstetigt gedachte Instrument auf die zukünftige Funktionslogik des Euro einwirken könnte.

Zu diesem Zweck wurden vier Funktionsdefizite der Währungsunion unterschieden: die Unterbrechung der makroökonomischen Koordination, der gestörte Zinskanal, der Wettbewerbskanal und das Fehlen eines verlässlichen Kreditgebers der letzten Instanz. Es zeigte sich, dass die Fiskalpolitik mit dem neuen Instrument zwar einen Schritt näher an die Geldpolitik heranrückt. Die Unterbrechung der makroökonomischen Koordination bleibt damit aber weitgehend unkorrigiert, wegen der Überschaubarkeit des Schritts ebenso wie wegen des Fehlens einer europäisch koordinierten Lohnpolitik.<sup>70</sup> Darüber hinaus spricht viel dafür, dass

68 Wie sich NGEU zur Staatsverschuldung der Mitgliedstaaten verhält, wird regelmäßig unklar dargestellt. Die von der EU aufzunehmenden Schulden werden den mitgliedstaatlichen Schuldenständen nicht anteilmäßig zugerechnet. Werden die aufgenommenen Mittel aber als Kredite an die Mitgliedstaaten weitergereicht, erhöhen sich die nationalen Schuldenstände entsprechend (Bańkowski et al. 2021, S. 11).

69 De Grauwe 2018.

70 Höpner, Seeliger 2018.

die Fiskalpolitik grundsätzlich das falsche Instrument zur Korrektur innereuropäisch verzerrter Wechselkurse ist.<sup>71</sup>

Komplizierter verhält es sich mit den Hoffnungen, eine europäische Fiskalkapazität möge dem Walters-Effekt entgegenwirken und also zur Vereinheitlichung und Glättung der innereuropäischen Konjunkturverläufe beitragen. Hierfür wäre eine europäische Fiskalkapazität im Prinzip das passende Instrument. Auch dass NGEU wegen seiner mittelfristigen Anlage nicht der Konjunktur-, sondern der Strukturpolitik zuzuordnen ist, spricht nicht gegen die Berechtigung der Hoffnungen, könnten zukünftige Fiskalkapazitäten doch kurzfristiger ausgerichtet und damit zur Absorption asymmetrischer makroökonomischer Schocks eingesetzt werden.

Das Problem liegt an anderer Stelle. Wird (stimmig) gefordert, die Währungsunion um eine Fiskalkapazität zu ergänzen, dann ist – meist unausgesprochen – eine Kapazität gemeint, die sich in regionaler Hinsicht diskretionär einsetzen lässt. Dem sind in der EU aber praktische Grenzen gesetzt. NGEU ist in dieser Hinsicht informativ. Die Schwere der wirtschaftlichen Einbrüche floss lediglich mit 30 Prozent in den Schlüssel zur Mittelvergabe ein (und medizinische beziehungsweise gesundheitspolitische Faktoren überhaupt nicht). Transnationale fiskalische Umverteilung in mehr als nur symbolischem Umfang, das ist die gute Nachricht, erscheint in EU und Euro-Zone möglich – aber nicht in freihändig wählbarer Richtung, sondern im Einklang mit dem aus der Kohäsionspolitik bekannten Prinzip der Solidarität, also der Umverteilung von reicheren<sup>72</sup> zu ärmeren Ländern. Ob das gleichzeitig die Umverteilung ist, die dem Ziel der Konjunkturglättung (und damit der Funktionalität der Währungsunion) dient, ergibt sich eher zufällig.

Der entscheidende Fortschritt wurde angesichts dieser Einsichten an anderer Stelle ausgemacht, nämlich auf der Einnahmeseite von NGEU. Bisher agiert die EZB gegenüber Staaten lediglich näherungsweise und zeitlich befristet, aber nicht verlässlich als *lender of last resort*. Mit NGEU werden den mitgliedstaatlichen Staatsanleihen nun europäische Anleihen an die Seite gestellt. Es darf erwartet werden, dass sich die EZB gegenüber den europäischen Obligationen als Kreditgeberin der letzten Instanz verhalten wird, und zwar verlässlich, also dauerhaft und ohne dem europäischen Haushalt im Gegenzug Austeritätswänge aufzuerlegen. Tatsächlich würde die Euro-Zone damit erstmals über sichere Staatsanleihen verfügen.

Allerdings werden sich die Einzelheiten erst in einigen Jahren evaluieren lassen, die erfolgreiche Klärung der verfassungsrechtlichen Probleme vorausgesetzt. Wie Reuters im November 2020 meldete,<sup>73</sup> löste NGEU im Rat der EZB eine Debatte darüber aus, ob das PEPP zurückgefahren werden sollte. Denn das PEPP habe die

71 Johnston, Regan 2016, S. 333. Anders könnte es sich mit Zöllen und Exportsteuern verhalten, die gezielt so eingesetzt werden, dass sie die realen Wechselkursverzerrungen ausgleichen.

72 Vgl. aber Fußnote 45.

73 Canepa, Koranyi 2020.

Refinanzierungskosten der nationalen Verschuldung auf das Niveau der mutmaßlichen Kosten der NGEU-Kreditlinien gedrückt, sodass die Nutzung letzterer für Länder wie Italien, Spanien und Portugal kaum attraktiv sei.<sup>74</sup> Im Kontext des PEPP erfolgt die nationale Kreditaufnahme aber ohne Zweckbindung und darüber hinausgehende Konditionalitäten. Daraus folgt, dass die EZB das PEPP gerade *wegen* NGEU zurückfahren könnte, um die Länder in Richtung von Politiken im Einklang mit der EU-Agenda zu zwingen. Im Hinblick auf die Hoffnung, die EZB werde sich durch eine europäische Fiskalkapazität gegenüber Staatsanleihen *insgesamt* mehr wie eine Kreditgeberin der letzten Instanz verhalten, wäre dann wenig gewonnen.

Analysiert man NGEU also aus Perspektive seiner strukturverändernden Wirkungen auf die Währungsunion, weisen einige seiner Bestandteile in vernünftige Richtungen. Es wäre aber verfehlt, den Fonds als Vollendung der Währungsunion zu deuten. Der Euro wird auch mit NGEU ein Gegenstand von mehr als einer Rettungsaktion und eine stete Reformbaustelle bleiben.

## Literatur

- Bañkowski, Krzysztof; Ferinandusse, Marien; Hauptmeier, Sebastian; Jacquinet, Pascal; Valenta, Vilém 2021. *The Macroeconomic Impact of the Next Generation EU Instrument on the Euro Area*. ECB Occasional Paper Series 255. Frankfurt a. M.: European Central Bank.
- Begg, Iain 2021. »One Instrument, Many Goals: Some Delicate Challenges Facing the EU's Recovery Fund«, in *CESifo Forum* 22, 1, S. 9–13.
- Busch, Andreas 1995. *Preisstabilitätspolitik. Politik und Inflationsraten im internationalen Vergleich*. Opladen: Leske + Budrich.
- Canepa, Francesco; Koranyi, Balazs 2020. *ECB May Cut Support for Indebted Countries in Nudge Towards EU Loans*. www.reuters.com/article/ecb-policy-idUSKBN27J24H (Zugriff vom 30.08.2021).
- Ceron, Matilde; Palermo, Carlo Maria 2020. *Covid-19, National Responses and NGEU: Uniting a Divided Europe?* CESCO Policy Brief. Rom: Centro Studi Problemi Internazionali.
- Darvas, Zsolt 2020. *Next Generation EU Payments Across Countries and Years*. www.bruegel.org/2020/11/next-generation-eu-payments-across-countries-and-years/ (Zugriff vom 30.08.2021).
- De Grauwe, Paul 2013 a. »The Political Economy of the Euro«, in *Annual Review of Political Science* 16, 1, S. 153–170.
- De Grauwe, Paul 2013 b. »The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets«, in *CESifo Economic Studies* 59, 3, S. 520–535.
- De Grauwe, Paul 2018. *Economics of Monetary Union*. 12. Auflage. Oxford: Oxford University Press.
- de la Porte, Caroline; Jensen, Mads Dagnis 2021. »The Next Generation EU: An Analysis of the Dimensions of Conflict Behind the Deal«, in *Social Policy Administration* 55, 2, S. 388–402.
- Dolls, Mathias; Fuest, Clemens; Peichl, Andreas 2012. »Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe«, in *Journal of Public Economics* 96, 3, S. 279–294.
- Dorn, Florian; Fuest, Clemens 2021. »Next Generation EU: Gibt es eine wirtschaftliche Begründung?«, in *Ifo Schnelldienst* 74, 2, S. 3–8.
- Duarte, Pablo 2021. *Submission: Public Debt Financing by Central Banks*. www.flossbachvonsorch-researchinstitute.com/en/comments/submission-public-debt-financing-by-central-banks/ (Zugriff vom 30.08.2021).

74 Siehe hierzu auch *Handelsblatt* vom 22. Oktober 2020, S. 12.

- Dullien, Sebastian 2015. »Eine europäische Arbeitslosenversicherung als Baustein für ein soziales Europa«, in *Ein soziales Europa ist möglich. Grundlagen und Handlungsoptionen*, hrsg. v. von Alemann, Ulrich; Heidbreder, Eva G.; Hummel, Hartwig; Dreyer, Domenica; Gödde, Anne, S. 183–199. Wiesbaden: Springer VS.
- Enderlein, Henrik 2004. *Nationale Wirtschaftspolitik in der europäischen Währungsunion*. Frankfurt a. M., New York: Campus.
- Fazi, Thomas 2021. *Der Hamilton-Moment der Eurozone*. <https://makroskop.eu/spotlight/leben-untote-laenger/der-hamilton-moment-der-eurozone/> (Zugriff vom 30.08.2021).
- Flassbeck, Heiner; Lapavistas, Costas 2013. *The Systemic Crisis of the Euro: True Causes and Effective Therapies*. Studie der Rosa-Luxemburg-Stiftung. Berlin: Rosa-Luxemburg-Stiftung.
- Geiger, Felix; Spahn, Heinz-Peter 2007. »One Size Fits None? Monetary Policy and Inflation Differentials in EMU«, in *European Integration in Crisis*, hrsg. v. Hein, Eckhart; Priewe, Jan; Truger, Achim, S. 281–300. Marburg: Metropolis.
- Geiger, Rudolf; Khan, Daniel-Erasmus; Kotzur, Markus 2017. *EUV – AEUV. Vertrag über die Europäische Union, Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Ein Kommentar*. 6. Auflage. München: C. H. Beck.
- Hall, Peter A. 2017. »Varieties of Capitalism in Light of the Euro Crisis«, in *Journal of European Public Policy* 25, S. 7–30.
- Hall Peter A.; Franzese, Robert J. 1998. »Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage Bargaining, and European Monetary Union«, in *International Organization* 52, 3, S. 505–535.
- Hancké, Bob 2013. *Unions, Central Banks, and EMU: Labour Market Institutions and Monetary Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Hansen, Arne; Meyer, Dirk 2020. »Ein Schuldenerlass als Ende mit Schrecken? Das EZSB als Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten«, in *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 69, 3, S. 277–307.
- Haroutunian, Stephan; Osterloh, Steffen; Slawinska, Kamila 2021. »Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise«, in *EZB-Wirtschaftsbericht* 1/2021, S. 91–115.
- Heber, Carolin 2021. »Europarechtliche Grenzen für den Wiederaufbaufonds«, in *Europarecht* 56, 4, 416–454.
- Heinemann, Friedrich 2021. »Next Generation EU: 750 Milliarden Euro suchen einen Sinn«, in *Ifo Schnelldienst* 74, 2, S. 8–12.
- Holz, Annika 2020. »Unerwünschte Nebenwirkungen«, in *Internationale Politik und Gesellschaft*. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung. [www.ipg-journal.de/rubriken/europaeische-integration/artikel/unerwunschte-nebenwirkungen-4836/](http://www.ipg-journal.de/rubriken/europaeische-integration/artikel/unerwunschte-nebenwirkungen-4836/) (Zugriff vom 30.08.2021).
- Hooghe, Liesbet; Marks, Gary 2009. »A Postfunctionalist Theory of European Integration: From Permissive Consensus to Constraining Dissensus«, in *British Journal of Political Science* 39, 1, S. 1–23.
- Höpner, Martin 2019. *The German Undervaluation Regime under Bretton Woods: How Germany Became the Nightmare of the World Economy*. MPIfG Discussion Paper 19/1. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Höpner, Martin 2021. *Proportionality and Karlsruhe's Ultra Vires Verdict: Ways Out of Constitutional Pluralism?* MPIfG Discussion Paper 21/1. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Höpner, Martin; Lutter, Mark 2018. »One Currency and Many Modes of Wage Formation: Why the Eurozone is too Heterogeneous for the Euro«, in *European Political Science Review* 10, S. 71–96.
- Höpner, Martin; Seeliger, Martin 2018. »Transnationale Lohnkoordination zur Stabilisierung des Euro? Gab es nicht, gibt es nicht, wird es nicht geben«, in *Finanzialisierung, Demokratie und Gesellschaft*, hrsg. v. Beyer, Jürgen; Trampusch, Christine, S. 415–437. Wiesbaden: Springer VS.
- Household Finance and Consumption Network 2020. *The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 Wave*. ECB Statistics Paper Series 36. Frankfurt a. M.: European Central Bank.

- Hübner, Marina 2019. *Wenn der Markt regiert. Die Politische Ökonomie der Europäischen Kapitalmarktunion*. Frankfurt a. M.: Campus.
- IMF (International Monetary Fund) 2021. *Fiscal Monitor Update, January 2021*. Washington: IMF.
- Johnston, Alison; Regan, Aidan 2016. »European Monetary Integration and the Incompatibility of National Varieties of Capitalism«, in *Journal of Common Market Studies* 54, 2, S. 318–336.
- Lindner, Fabian 2021. *Ohne sichere Staatsanleihen funktioniert der Euro nicht*. WISO Direkt 09/2021. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Matthes, Jürgen 2020. *Problematische Entwicklungen beim EU-Aufbaufonds*. IW-Kurzbericht 220. Köln: Institut der deutschen Wirtschaft.
- Matthijs, Matthias 2016. »Powerful Rules Governing the Euro: The Perverse Logic of German Ideas«, in *Journal of European Public Policy* 23, S. 375–391.
- OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) 2021. *Strengthening the Recovery: The Need for Speed. Economic Outlook*. Interim Report, March 2021. Paris: OECD.
- Priewe, Jan 2017. *Reform der Architektur der Europäischen Währungsunion. Die schwierige Suche nach einem neuen Kompass*. WISO Diskurs 08/2017. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Rathgeb, Philip; Tassinari, Arianna 2021. »How the Eurozone Disempowers Trade Unions: The Political Economy of Competitive Internal Devaluation«, in *Socio-Economic Review* (online first).
- Redeker, Nils; Walter, Stefanie 2020. »We'd Rather Pay than Change the Politics of German Non-adjustment in the Eurozone Crisis«, in *Review of International Organizations* 15, 3, S. 573–599.
- Riedl, Benedikt 2021. *Der Corona-Aufbaufonds, die Fiskalunion und das Bundesverfassungsgericht*. <https://verfassungsblog.de/der-corona-aufbaufonds-die-fiskalunion-und-das-bundesverfassungsgericht/> (Zugriff vom 30.08.2021).
- Rühmann, Peter 2005. »Hohe Realzinsen in der EWU – ein Wachstumshemmnis für Deutschland?«, in *Wirtschaftsdienst* 85, 11, S. 738–740.
- Sandholtz, Wayne 1993. »Choosing Union: Monetary Politics and Maastricht«, in *International Organization* 47, 1, S. 1–39.
- Scharpf, Fritz W. 1987. *Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa*. Frankfurt a. M., New York: Campus.
- Scharpf, Fritz W. 2014. *No Exit from the Euro-Rescuing Trap?* MPIfG Discussion Paper 2014/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Schoeller, Magnus G. 2021. »Centrifugal Forces in a Hegemonic Environment: The Rise of Small-state Coalitions in the Economic and Monetary Union«, in *European Political Science Review* (online first).
- Schorkopf, Frank 2020. *Die Europäische Union auf dem Weg zur Fiskalunion. Integrationsfortschritt durch den Rechtsrahmen des Sonderhaushalts »Next Generation EU«*. [www.jura.fu-berlin.de/forschung/europarecht/bob/berliner\\_online\\_beitraege/Paper121-Schorkopf/BOB-121-Schorkopf.pdf](http://www.jura.fu-berlin.de/forschung/europarecht/bob/berliner_online_beitraege/Paper121-Schorkopf/BOB-121-Schorkopf.pdf) (Zugriff vom 30.08.2021).
- Schorkopf, Frank 2021. »Strukturveränderung der Wirtschafts- und Währungsunion. Normativer Grund der Legitimation und Akzeptanz«, in *Neue Juristische Wochenschrift* 74, 23, 1650–1656.
- Schramm, Lucas 2021. *Economic Ideas, Party Politics, or National Interests? Explaining Germany's Support for the EU Corona Recovery Fund*. Unveröffentlichtes Manuskript. Florenz: European University Institute.
- Schulten, Thorsten; Müller, Torsten 2013. »Ein neuer europäischer Interventionismus? Die Auswirkungen des neuen Systems der europäischen Economic Governance auf Löhne und Tarifpolitik«, in *Wirtschaft und Gesellschaft* 39, 3, S. 291–322.
- Seikel, Daniel 2019. »Patterns of Pooling and Delegation After the Crisis: Old and New Asymmetries«, in *Journal of European Integration* 41, 6, S. 693–709.
- Sinn, Hans-Werner 2015. *Der Euro. Von der Friedensidee zum Zankapfel*. München: Hanser.

- Spahn, Peter 2012. *Integration durch Währungsunion? Der Fall der Euro-Zone*. FZID Discussion Paper 57–2012. Universität Hohenheim: Forschungszentrum Innovation und Dienstleistung (FZID).
- Spethmann, Dieter; Steiger, Otto 2004. »Europas ›Schuldenkönig‹ und sein Realzins«, in *Wirtschaftsdienst* 84, 6, S. 363–371.
- Streeck, Wolfgang 2013. *Gekaufte Zeit. Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*. Frankfurt a. M.: Suhrkamp.
- Thöne, Michael 2021. »Next Generation EU – der erste von vielen Schritten ist getan«, in *Ifo Schnelldienst* 74, 2, S. 16–19.
- Tooze, Adam 2021. »Gefährliche Selbstzufriedenheit«, in *Internationale Politik und Gesellschaft*. [www.ipg-journal.de/rubriken/europaeische-integration/artikel/gefaehrliche-selbstzufriedenheit-4964/](http://www.ipg-journal.de/rubriken/europaeische-integration/artikel/gefaehrliche-selbstzufriedenheit-4964/) (Zugriff vom 30.08.2021).
- Walter, Stefanie 2016. »Crisis Politics in Europe: Why Austerity is Easier to Implement in Some Countries than in Others«, in *Comparative Political Studies* 49, 7, S. 841–873.
- Wray, Randall L. 2015. *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Houndmills: Palgrave Macmillan.

**Zusammenfassung:** Die Euro-Zone krankt nach weithin geteilter Auffassung am Fehlen einer Fiskalkapazität. Einer solchen Kapazität kommt das im Dezember 2020 verabschiedete Programm »Next Generation EU« (NGEU) nahe. Der Aufsatz prüft, wie sich die Logik der Währungsunion verändern würde, wenn NGEU auf Dauer gestellt wäre. Es zeigt sich, dass der entscheidende Vorteil von NGEU auf der Einnahmeseite angesiedelt ist: Gegenüber den neu geschaffenen europäischen Staatsanleihen dürfte sich die EZB wie eine Kreditgeberin der letzten Instanz verhalten.

**Schlagerworte:** Währungsunion, Euro-Zone, Fiskalpolitik, Geldpolitik, Europäische Zentralbank, Covid-19, Aufbau- und Resilienzfazilität

## Completing the Monetary Union? The European Recovery Fund

**Summary:** According to a widely-shared opinion, the eurozone suffers from a fiscal capacity deficit. The »Next Generation EU« (NGEU) program adopted in December 2020 comes close to providing such a capacity. The paper examines how the logic of the monetary union would change if the NGEU were to be implemented on a permanent basis. It turns out that the decisive advantage of NGEU is on the revenue side: vis-à-vis the newly-created European government bonds, the ECB is likely to behave like a lender of last resort.

**Keywords:** monetary union, euro area, fiscal policy, monetary policy, European Central Bank, Covid-19, recovery and resilience facility

### Autor

Martin Höpner  
Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung  
Paulstraße 3  
50676 Köln  
Deutschland  
hoepner@mpifg.de