

## Überblick

### Weltweit verstärkter Preisanstieg stößt Neuausrichtung der Geldpolitik an

*Weltwirtschaft im Herbst wohl wieder etwas Tritts gefasst*

Das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte sich im Schlussquartal 2021 wieder etwas verstärkt haben. Die Wirtschaftsentwicklung war aber regional recht unterschiedlich. In den USA legte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) dank einer gewissen Entspannung bei den Produktionshemmnissen und dem Abflauen des Infektionsgeschehens wieder kräftig zu. In China trug die Normalisierung der Stromversorgung zu einem schwungvolleren Wachstum bei. Im Euroraum schwächte sich die Aufwärtsbewegung hingegen deutlich ab, weil Eindämmungsmaßnahmen verschärft wurden und Konsumenten sich wieder vorsichtiger verhielten.

*Industrie spürbar belebt, vorübergehend verstärkte Belastungen für Dienstleister*

Die globale Wachstumsverstärkung ging nicht zuletzt von der Industrie und hier von den Kfz-Herstellern aus. Zwar mangelte es weltweit nach wie vor an den stark nachgefragten Halbleiterbausteinen. Jedoch entspannte sich die Situation mit der Erholung der Produktion in Südostasien etwas. Diese war zwischenzeitlich durch die Pandemie eingeschränkt worden. Von der raschen Ausbreitung der Omikron-Variante des Coronavirus geht aktuell die Gefahr aus, dass sich die angebotsseitigen Hemmnisse wieder verschärfen. Allerdings sollten die Folgen der Ausbreitung dieser Variante die kontaktnahen Dienstleistungsbereiche weniger deutlich beeinträchtigen als in früheren Infektionswellen. Die Eindämmungsmaßnahmen wurden in der Regel nur maßvoll verschärft oder zuletzt sogar gelockert, da die Virusvariante vielerorts auf weitgehend geimpfte Bevölkerungen trifft und Erkrankungen seltener schwer verlaufen. Aufgrund der großen Zahl von Infektionsfällen betreffen die Isolations- und Quarantänevorschriften allerdings mehr Personen. Dies hemmt die wirtschaftlichen Aktivitäten. Nach den Erfahrungen einiger Länder kann die Omikron-Welle aber zügig abebben, sodass die damit

verbundenen Belastungen eher kurzlebig sein dürften.

Angesichts verbesserter Nachfrageaussichten und einer angespannten Versorgungslage stiegen die Notierungen für Rohöl zuletzt deutlich. Die europäischen Gaspreise gaben Anfang Januar zwar etwas nach, nachdem sie im Dezember 2021 neue Rekordstände erreicht hatten. Aufgrund der andauernden politischen Krise zwischen Russland und der Ukraine verteuerten sich zukünftige Gaslieferungen aber erheblich, und Terminkontrakte legen nun für den Rest des Jahres anhaltend hohe Gaspreise nahe.

*Rohölnotierungen weiter angestiegen, Gaspreis anhaltend hoch*

Die hohen Energiepreise trugen wesentlich dazu bei, dass sich der Verbraucherpreisanstieg weltweit nochmals verstärkte. In den Industrieländern insgesamt zog die Vorjahresrate der Verbraucherpreise bis Januar nach einer ersten Schätzung auf 5,8% an. Aber auch in der engeren Abgrenzung ohne Energie und Nahrungsmittel stieg die Teuerungsrate auf 4,3%. Der Preisauftrieb gewann also an Breite. Ursächlich hierfür war, bei zugleich lebhafter Nachfrage, der hohe Kostendruck, der zunächst vor allem von Preissteigerungen auf vorgelagerten Produktionsstufen und für Transportleistungen ausging. Darüber hinaus verstärkte sich in einigen Industrieländern bereits der Lohnanstieg. Vor diesem Hintergrund strafften viele Notenbanken ihren geldpolitischen Kurs oder stellten dies zumindest in Aussicht.

*Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern nochmals verstärkt, und Zentralbanken signalisieren Kursstraffung*

Die zunehmenden Inflationsrisiken prägten auch das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Beiderseits des Atlantiks revidierten die Marktteilnehmer ihre Inflationserwartung für das laufende und das kommende Jahr mehrfach nach oben. Zusammen mit der Einschätzung wirtschaftlich überschaubarer Belastungen der Omikron-Variante führte dies dazu, dass einige Notenbanken ihre Geldpolitik weniger akkommodierend ausrichteten. So rea-

*Zunehmende Inflationsrisiken und Erwartung geldpolitischer Straffung prägen die Finanzmärkte*

gierte die Bank von England mit zwei Zinserhöhungen, und die Fed kündigte im Januar an, dass sie es für angemessen halte, die Nettoankäufe von Anleihen im März zu beenden und die Leitzinsen bald anzuheben. Für den Euroraum rechnen die Marktteilnehmer perspektivisch nun ebenfalls mit einer weniger expansiven Geldpolitik. In der Folge stiegen die Benchmark-Renditen an, und auch die Realzinsen legten zu. Die Renditen von Unternehmensanleihen des Euroraums stiegen insgesamt noch deutlich stärker als die Renditen von Staatsanleihen an. Im Ergebnis lagen die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen, die ein Indikator für die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen sind, damit zuletzt etwas oberhalb des fünfjährigen Durchschnitts. Die internationalen Aktienmärkte gaben im Zuge der steigenden Zinsen zwar nach, hielten sich aber verglichen mit Ende September überwiegend im Plus. Ausschlaggebend hierfür war vor allem, dass sich die Gewinnerwartungen insgesamt verbesserten, insbesondere weil die Gewinnmargen großer Unternehmen gestiegen sind. Das Geschehen an den Devisenmärkten war ebenfalls vor allem beeinflusst von den weltweit anhaltend hohen Inflationsraten, den angekündigten und den bereits ergriffenen Maßnahmen der Zentralbanken zu deren Bekämpfung sowie den Spekulationen der Marktteilnehmer über weitere geldpolitische Normalisierungsschritte. Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner seit Ende September per saldo um 2,1% ab.

*EZB-Rat beschließt Ende der PEPP-Nettoankäufe*

Im Dezember 2021 beschloss der EZB-Rat eine schrittweise Verringerung der Ankäufe von Vermögenswerten. So werden die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) im ersten Quartal 2022 verringert und Ende März 2022 eingestellt. Gleichzeitig verlängerte der EZB-Rat den Wiederanlagezeitraum für das PEPP bis mindestens Ende 2024. Darüber hinaus entschied er, im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) ab

April temporär höhere Nettoankäufe durchzuführen. Sie sollen im zweiten Quartal im monatlichen Umfang von 40 Mrd € und im dritten Quartal im Umfang von 30 Mrd € erfolgen. Ab Oktober 2022 sollen sie im bisherigen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt werden.

Im Februar 2022 bestätigte der EZB-Rat die im Dezember getroffenen Beschlüsse. Er veränderte allerdings seine Kommunikation an verschiedenen Stellen. So erwähnte er die Notwendigkeit einer geldpolitischen Akkommodierung nicht mehr. Zudem sprach er nicht mehr davon, dass sich die Inflation unterhalb des Zielwerts einpendeln wird. Stattdessen betonte der EZB-Rat, dass die Inflation in den letzten Monaten kräftig zugenommen hat und auch im Januar höher ausgefallen war als erwartet. Im Gegensatz zum Dezember sprach der Rat explizit von Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten, vor allem auf kurze Sicht. Zudem wurde in der geldpolitischen Kommunikation eine erste Zinsanhebung bereits in diesem Jahr nicht mehr ausgeschlossen.

*EZB-Rat sieht zuletzt Aufwärtsrisiken für Inflationsaussichten*

Diese Adjustierung der geldpolitischen Kommunikation trug zu weiter steigenden Geldmarktterminalsätzen bei. Legt man die Terminalsätze zugrunde, so preisten die Marktteilnehmer zuletzt eine erste Zinserhöhung um 10 Basispunkte bereits für Juli 2022 ein. Die Terminkurve verlief zudem deutlich steiler, sodass im Anschluss auch eine schnellere Folge von Zinserhöhungen eingepreist ist. Zwar ist weiterhin davon auszugehen, dass ein guter Teil des Anstiegs der Terminalsätze auf Risikoprämien und nicht auf erwartete höhere Zinsen zurückzuführen ist. Dennoch dürften die Marktteilnehmer deutlich frühere Zinserhöhungen erwarten als noch im Dezember. Dies zeigte sich auch in der vor der Februar-Sitzung durchgeführten geldpolitischen Umfrage des Eurosystems (Survey of Monetary Analysts). Der von den Umfrageteilnehmern erwartete Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung bewegte sich im Vergleich zur Dezember-Umfrage erneut nach vorne.

*Geldmarktterminalsätze abermals stark gestiegen*

*Weitere Normalisierung des Geldmengenwachstums*

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 weitete sich auch im vierten Quartal 2021 deutlich aus. Die Nettozuflüsse blieben jedoch spürbar unterhalb der hohen coronabedingten Nettozuflüsse des Vorjahres. Damit setzte sich die Normalisierung des Geldmengenwachstums fort. Neben den fortgesetzten Wertpapierankäufen des Eurosystems stützte vor allem die Kreditvergabe der Banken an den inländischen Privatsektor das Geldmengenwachstum: Bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen sorgten die GLRG III-Vorgaben für den Erhalt von Sonderzinskonditionen, die an ein bestimmtes Kreditwachstum geknüpft sind, im Jahresendquartal für erhebliche Vorzieheffekte. Zugleich blieb die Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten hoch. Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) befragten Banken berichteten, dass sie die Kreditrichtlinien für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite im vierten Quartal nahezu unverändert ließen.

*Deutsche Wirtschaftsleistung zum Jahresende spürbar zurückgegangen*

Die Wirtschaftsaktivität in Deutschland ging im Herbstquartal 2021 spürbar zurück, nachdem sie im Sommer kräftig gewachsen war. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge verringerte sich das reale BIP gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 0,7 %. Seinen Vorkrisenstand vom vierten Quartal 2019 unterschritt es damit noch um 1,5 %. Im Jahr 2021 insgesamt erhöhte sich das reale BIP um 2,8 %, nachdem es im Jahr zuvor aufgrund der Pandemie eingebrochen war.

*Verstärktes Pandemiegeschehen drückte Dienstleistungssektor und privaten Konsum, trotz weiter gravierender Lieferengpässe stiegen Industrieproduktion und Exporte*

Zu dem Rückgang der Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2021 trug vor allem das wieder verstärkte Pandemiegeschehen bei. Die dadurch ausgelösten Eindämmungsmaßnahmen und Verhaltensanpassungen trafen einige Dienstleistungsbereiche stark. Zudem blieb wohl die Aktivität im Baugewerbe trotz hoher Nachfrage ohne Schwung. Die Baubranche ist von einem Mangel an Arbeitskräften und einer hohen – wenn auch nachlassenden – Materialknappheit geprägt. Von der Industrie kamen dagegen positive Impulse. Zunehmende Lieferengpässe bei Vorprodukten hatten in den ersten drei

Quartalen 2021 dazu geführt, dass die Industrieproduktion trotz hervorragender Auftragslage zurückging. Zwar wurden die Lieferprobleme gemäß Umfragen von den Unternehmen im vierten Quartal weiterhin als gravierend eingestuft. Aber der Anstieg der Industrieproduktion deutet doch auf eine gewisse Entspannung hin. Auf der Verwendungsseite des BIP machte sich das verstärkte Pandemiegeschehen insbesondere in einem deutlichen Rückgang des privaten Verbrauchs bemerkbar. Dagegen dürften die Investitionen in Ausrüstungen und die Exporte im Gefolge der positiven Entwicklung zugelegt haben.

Im Einklang mit diesen Entwicklungen weiteten die Banken in Deutschland ihre Kreditvergabe an den inländischen Privatsektor im vierten Quartal kräftig aus. Besonders stark nahmen die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen zu, insbesondere im kurzfristigen Laufzeitbereich. Dies war zum einen darauf zurückzuführen, dass die Banken ihre Kreditvergabe forcierten, um die günstigere Verzinsung im Rahmen der GLRG III zu erreichen. Zum anderen erhöhten Produktionsverzögerungen aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Angebotsengpässe den kurzfristigen Finanzierungsbedarf der Unternehmen. Auch die Kreditvergabe an private Haushalte stieg kräftig an. Verantwortlich hierfür waren die konstant hohen Nettozuflüsse bei den Wohnungsbaukrediten, die durch die weiterhin ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt wurden. Die Kreditrichtlinien der Banken im Bereich der privaten Baufinanzierung wurden per saldo erneut marginal verschärft.

Am Arbeitsmarkt hinterließen die Faktoren, die das Wirtschaftsgeschehen im Herbstquartal belasteten, kaum Spuren. Die Beschäftigung erholte sich weiter, und die Arbeitslosigkeit sowie der Einsatz von Kurzarbeit sanken durchaus erheblich. Für das Winterquartal lassen die Frühindikatoren trotz der aktuell hohen Infektionsdynamik nur eine vergleichsweise milde Delle am Arbeitsmarkt erwarten.

*Buchkreditvergabe deutscher Banken an inländischen Privatsektor stark ausgeweitet*

*Erholung am Arbeitsmarkt im Herbst fortgesetzt*

*Tarifverdienste stiegen im Herbst stärker an als im Sommer, Effektivverdienste wohl erneut deutlich im Plus*

Die Tarifverdienste erhöhten sich im Herbst 2021 mit 1,5 % im Vorjahresvergleich stärker als im Sommer. Die Effektivverdienste dürften im Einklang mit der spürbar gesunkenen Kurzarbeit deutlich kräftiger gestiegen sein als die Tarifverdienste. Im Jahr 2021 insgesamt stiegen die Tarifverdienste mit lediglich 1,5 % deutlich geringer als im Vorjahr. Dies lag vor allem an den pandemiebedingt verhaltenen Lohnvereinbarungen.

*Kleine Tarifrunde 2022 im Umfeld hoher Inflationsraten*

Im laufenden Jahr wird der Anstieg der Tarifverdienste noch zum großen Teil von in den Vorjahren vereinbarten Tarifverträgen beeinflusst. Bei deren Abschluss herrschte hohe Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung, und die Inflationsraten waren niedrig. In der diesjährigen kleinen Tarifrunde für rund 8 Millionen Beschäftigte könnten die günstigen gesamtwirtschaftlichen Perspektiven, zunehmende Arbeitsmarktknappheiten und hohe Inflationsraten zu spürbar stärkeren Lohnabschlüssen beitragen.

*Geplante Anhebung des allgemeinen Mindestlohns auf 12 € je Stunde verstärkt den gesamtwirtschaftlichen Lohndruck*

Der Bundesarbeitsminister strebt an, den allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn ab 1. Oktober 2022 auf 12 € je Stunde anzuheben. Dieser politische Eingriff in die Lohnfindung würde die Verdienste in den unteren Entgeltgruppen spürbar anheben und auch auf die darüber liegenden Lohnsegmente merklich ausstrahlen. Dadurch dürfte sich der Aufwärtsdruck auf die aggregierten Löhne verstärken. Wenn man die historischen Beziehungen zugrunde legt, sind die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen wohl überschaubar. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass in dem gegenwärtigen Umfeld sehr hoher Inflationsraten eine stärkere Überwälzung der Löhne auf die Preise erfolgt.

*Inflationsrate erreichte Ende 2021 Rekordwert*

Im Jahresschlussquartal 2021 verstärkte sich der Anstieg der Verbraucherpreise weiter. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) stieg im Durchschnitt der Monate Oktober bis Dezember gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 1,2 % an. Ausschlaggebend für die höhere Teuerungsrate waren die Energiepreise, die sich noch kräftiger erhöhten als zuvor. Die

Dynamik der Preise für Nahrungsmittel, Dienstleistungen und nicht energetische Industriegüter blieb zwar weiter stark, war aber etwas geringer als im Vorquartal. Gegenüber dem Vorjahr stieg der HVPI sehr deutlich um 5,4 % an, nach 3,5 % im Sommer. Ohne Energie und Nahrungsmittel betrachtet weitete sich die Inflationsrate von 2,1 % auf 3,6 % aus und erreichte damit ebenfalls einen Höchstwert seit Beginn der Währungsunion.

Im Durchschnitt des Jahres 2021 stiegen die Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr mit 3,2 % ganz erheblich an. Dabei erhöhte zum einen der Basiseffekt der temporären Senkung der Mehrwertsteuersätze in der zweiten Jahreshälfte 2020 die Teuerungsrate im Vergleichszeitraum 2021 deutlich. Zum anderen zogen die Energiepreise im Jahresverlauf kräftig an. Vor allem seit der Mitte des Jahres verstärkte sich zudem der Preisauftrieb bei Industriegütern ohne Energie sowie bei Dienstleistungen unerwartet kräftig. Dahinter stand ein hoher Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen infolge von pandemiebedingten Lieferengpässen, gestiegenen Transportkosten und höheren Rohstoffpreisen. Angesichts der Nachfrage ließ er sich in die Verbraucherpreise überwälzen.

Zum Jahresbeginn 2022 nahm die Dynamik der Verbraucherpreise nochmals kräftig zu. Insbesondere Energie verteuerte sich aufgrund deutlicher Tarifierhöhungen für Gas und Strom stark. Aber auch die Preise für andere Komponenten des HVPI stiegen weiter auf breiter Basis an. Im Vorjahresvergleich ging die Inflationsrate daher trotz des Wegfalls des Mehrwertsteuer-Basiseffekts nur vergleichsweise wenig von 5,7 % im Dezember auf 5,1 % im Januar zurück. In den kommenden Monaten dürfte der Preisauftrieb vor dem Hintergrund der deutlichen Teuerung auf den Vorleistungstufen und anhaltender Nachfrage weiterhin hoch bleiben.

Im Winterquartal 2022 dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung erneut spürbar zurückgehen. Grund dafür ist, dass sich das Pandemie-

*Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2021 ganz erheblich erhöht*

*Im Januar weiterhin auf breiter Front hohe Preissteigerungen*

*Im ersten Quartal 2022 dürfte Wirtschaftsleistung erneut spürbar zurückgehen, aber im Frühjahr wieder kräftig Fahrt aufnehmen*

geschehen aufgrund der Omikron-Variante noch einmal verstärkt. Im Unterschied zu den letzten Pandemiewellen dürfte nicht nur die Aktivität im Dienstleistungssektor durch Eindämmungsmaßnahmen und Verhaltensanpassungen beeinträchtigt werden. Vielmehr könnten zudem pandemiebedingte Arbeitsausfälle die Wirtschaftsleistung merklich dämpfen, und zwar auch in anderen Bereichen. Von der Industrie ist gleichwohl mit positiven Impulsen zu rechnen. Hier zeichnet sich eine weitere Entspannung bei den Lieferengpässen ab, und die Nachfrage nach Industrieprodukten ist nach wie vor hoch. Angesichts der sehr guten Nachfragesituation dürfte das BIP im Frühjahr wieder kräftig Fahrt aufnehmen, sofern das Pandemiegeschehen abebbt und die Lieferengpässe weiter nachlassen.

*Staatsfinanzen stützen Wirtschaft auch 2021 stark, Defizit erneut hoch*

Die Staatsfinanzen leisteten im vergangenen Jahr weiterhin einen erheblichen Beitrag zur Wirtschaftsstützung in der Coronakrise. Dies schlug sich vor allem in hohen Ausgaben nieder, etwa für Transfers an Unternehmen und Kurzarbeitergeld. Die Einnahmen erholten sich stark. Die Steuern übertrafen sogar das Niveau, das vor der Krise für das Jahr 2021 erwartet worden war, wenn zwischenzeitliche Rechtsänderungen herausgerechnet werden. Das Defizit belief sich nach ersten Angaben erneut auf gut 4 % des BIP (2020: 4,3 %). Die Schuldenquote dürfte zum Jahresende 2021 bei einer Größenordnung von 70 % gelegen haben.

*2022 dürfte Defizit wieder deutlich sinken, Staatshaushalt übersteht die Krise voraussichtlich gut*

Im laufenden Jahr dürfte sich die Lage der Staatsfinanzen deutlich verbessern. Ausschlaggebend dafür ist die Wirtschaftserholung. Mit dieser sollte die staatliche Wirtschaftsstützung auslaufen. Das Defizit geht dann wieder zurück, und die Schuldenquote sinkt durch das nominale BIP-Wachstum im Nenner. Damit dürfte der Staatshaushalt die Coronakrise gut überstehen: Zwar sind die Defizite zwischenzeitlich hoch. Dies liegt aber vor allem an temporären Krisenlasten, die sich recht zügig wieder zurückbilden.

Die Krisenlasten fallen weit überwiegend im Bundeshaushalt an. Für ihn wurde daher 2020 und 2021 die Ausnahmeklausel der Schuldenbremse gezogen, die für eine solche Notlage vorgesehen ist. Die Defizite des Kernhaushalts beliefen sich in diesen Krisenjahren auf insgesamt beinahe 350 Mrd €. Dieser hohe Wert überzeichnet dessen Corona-Lasten aber stark. Denn die Defizite beinhalten fast 100 Mrd € (2 ½ % des BIP) an nicht benötigten Ausnahme-Kreditermächtigungen, die der Bund in seinen Sondervermögen parkte. Allein 60 Mrd € davon stammen aus dem zweiten Nachtragshaushalt 2021 vom Januar 2022. Im Januar entschied der Bundestag außerdem, Sondervermögen des Bundes nunmehr von der Schuldenbremse auszunehmen. Erst dadurch können die dort geparkten Ermächtigungen den Kreditspielraum auch nach Ende der Notlage noch vorübergehend erweitern. Dabei wurden sie für Ausgaben reserviert, die nicht in enger Beziehung zur Corona-Pandemie stehen.

Im Ergebnis entstehen jenseits von Notlage und regulärer Schuldengrenze erhebliche zusätzliche Kreditspielräume für den Zeitraum der anstehenden Finanzplanung. Die damit verbundenen Tilgungslasten sollen auf die Zeit nach 2027 aufgeschoben werden. In diesen späteren Jahren werden die finanziellen Spielräume also kleiner. Insgesamt scheint der Umgang mit der Schuldenbremse nicht zu deren Intention zu passen. Damit droht er die Bindungswirkung der Schuldenbremse zu schwächen. Die Bindungswirkung ist aber entscheidend dafür, dass die Schuldenbremse solide Staatsfinanzen verlässlich absichert. Es mag Argumente geben, die Ausgestaltung der Schuldenbremse zu modifizieren. So gefährden moderate Defizite die Solidität der Staatsfinanzen sicherlich nicht. Auch sind die Vorgaben der Schuldenbremse mitunter strikter als die Vorgaben der EU-Haushaltsregeln. Wollte man dem Rechnung tragen, wäre eine transparente und stabilitätsorientierte Reform der Schuldenbremse der geeignetere Weg.

*Flexibler Umgang mit Schuldenbremse erweitert Kreditspielräume erheblich und ...*

*... bedroht die Bindungswirkung der Schuldenbremse*

*Mehr Bindungswirkung der europäischen Fiskalregeln wünschenswert*

Auch für eine stabile Währungsunion kommt es auf solide Staatsfinanzen an. Das heißt, auch hier sind effektive Fiskalregeln wichtig. Sie müssen darauf hinwirken, dass hohe Schuldenquoten verlässlich sinken. Diese Aufgabe erfüllten die europäischen Regeln bislang nicht. Hier besteht also durchaus Verbesserungspotenzial. Vor allem sollten die quantitativen Vorgaben zum mittelfristigen Haushaltsziel eindeutiger

und verbindlicher werden. Auch dann wäre eine stabilisierende und zukunftsorientierte Fiskalpolitik möglich. Verbesserungen in diesem Sinne wären zum Beispiel: Nationale Schlechtwetter-Fonds, die in guten Zeiten gebildet werden, und eine gekappte goldene Regel, die öffentliche Investitionsausgaben in einem stabilitätskonformen Ausmaß schützt.