

Januar 2025

Fabio De Masi & Dirk Ehnts

Der Elefant im Raum

Eine Kritik der Wettbewerbsfähigkeitsstrategie für Europa von Mario Draghi

Die Europäische Kommission (2024) hat den Draghi-Bericht als „Wegbereiter für die Wettbewerbsfähigkeit der EU“ bezeichnet. In diesem Papier werden die wichtigsten im Bericht aufgeworfenen Fragen sowohl empirisch als auch theoretisch kritisch diskutiert.

Verfasser:

Fabio De Masi (MdEP)¹

Dirk Ehnts (APA)²

Im Draghi-Bericht – offizieller Titel „Bericht über die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit“ – werden höhere Investitionen in der EU gefordert. Die EU läuft tatsächlich in große Gefahr, wegen mangelnder öffentlicher und privater Investitionen den Anschluss zu verlieren. Bei näherer Betrachtung der im Draghi-Bericht enthaltenen Analyse des Produktivitätsgefälles gegenüber den USA lässt sich jedoch feststellen: Die Analyse ist nicht hieb- und stichfest. Zum einen entsteht das Gefälle nicht im verarbeitenden Gewerbe, sondern in der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT), einschließlich des Bereichs Finanzdienstleistungen. Zum anderen ist das Produktivitätswachstum im Bereich der IKT schwer zu messen. Die Finanzbranche kann in einigen Bereichen durchaus negative Auswirkungen auf die reale Wirtschaftstätigkeit und die Beschäftigung haben. Der Aufschwung der IKT und Entwicklungen wie künstliche Intelligenz (KI) machen sich zweifellos in der Wirtschaft bemerkbar. Doch damit ein wesentlicher Beitrag zu Wachstum und Beschäftigung geleistet werden kann, muss die IKT im verarbeitenden Gewerbe eingesetzt werden. Bei der industriellen Entwicklung können die USA allerdings kaum als Vorbild dienen. In den 2000er-Jahren wurde in den USA ein Drittel der Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe abgebaut. Das durchschnittliche jährliche Produktivitätswachstum im entsprechenden Gewerbe war in den 2010er-Jahren sogar negativ.

Die Kommission ist der Ansicht, dass die im Draghi-Bericht festgestellte Investitionslücke durch die Kapitalmarktunion geschlossen werden könnte. Dabei scheitern Unternehmensinvestitionen in der EU vor allem an der mangelnden Nachfrage und nicht an fehlenden Finanzmitteln. Die EU sollte daher darauf hinarbeiten, über die öffentliche Hand private Investitionen anzustoßen. So könnten den Bürgerinnen und Bürgern der EU eine öffentliche Infrastruktur von Weltrang geboten und technologische Innovationen angezogen werden. In dieser Hinsicht gibt es jedoch zwei offenkundige Probleme, über die niemand sprechen will: den restriktiven haushaltspolitischen Rahmen der EU und die Sparmaßnahmen ihrer größten Volkswirtschaften, etwa Deutschlands und Frankreichs, die einem Investitionsschub entgegenstehen. Angesichts einer durch geopolitische und andere Schocks ausgelösten Wirtschaftskrise könnte eine pragmatische Lösung darin bestehen, den Stabilitäts- und Wachstumspakt auszusetzen, wie während der COVID-19-Krise. Eine ambitioniertere, aber dennoch pragmatische Lösung könnte in der Einführung einer goldenen Regel für Investitionen liegen, bei der der EU die Aufsicht darüber obliegt, was unter „Investition“ zu verstehen ist. Die EZB sollte öffentliche Investitionen als Garanten für Staatsschulden unterstützen.

Schlüsselwörter: Draghi-Bericht, Industriepolitik, Finanzverwaltung für den Euroraum, Kapitalmarktunion, Europäische Integration, Europäische Union

¹ fabio.demasi@europarl.europa.eu

² dirk.ehnts@europarl.europa.eu

Fabio De Masi ist Mitglied des Europäischen Parlaments (Bündnis Sahra Wagenknecht – Vernunft und Gerechtigkeit) und dort Mitglied im Ausschuss für Wirtschaft und Währung. Nach einem Studium der Volkswirtschaftslehre an der Hamburger Universität für Wirtschaft und Politik (Bachelor of Honours) schloss er einen Master in Internationalen Beziehungen an der Universität Kapstadt und in Internationaler Volkswirtschaftslehre an der Berliner Hochschule für Wirtschaft und Recht ab. Er war bereits von 2014-2017 Mitglied des Europäischen Parlaments und von 2017-2021 Mitglied des Deutschen Bundestages. De Masi hat nicht nur frühzeitig vor der späteren Euro Krise gewarnt, sondern seit vielen Jahren die Reform der europäischen Haushaltsregeln und mehr öffentliche Investitionen eingefordert. 2017 kürte ihn die International Tax Review zu den 50 einflussreichsten Persönlichkeiten der weltweiten Debatte über Steuerpolitik.

Dr. Dirk Ehnts ist akkreditierter parlamentarischer Assistent von Fabio De Masi im Europäischen Parlament. Er studierte Volkswirtschaftslehre in Göttingen und Valencia und promovierte im Gebiet der Neuen Wirtschaftsgeographie. Dr. Ehnts ist Autor mehrerer Bücher auf dem Gebiet der Geldtheorie und hat Dutzende von Artikeln in Fachzeitschriften veröffentlicht. Er ist Mitglied des Ausschusses für die Geschichte der Wirtschaftswissenschaften im Verein für Socialpolitik. Zu seinen akademischen Positionen gehörten u.a. Vertretungsprofessuren an der FU Berlin und an der Europa-Universität Flensburg.

1. Einleitung

Die Kommission hat Mario Draghi gebeten, einen Bericht über die europäische Wettbewerbsfähigkeit vorzulegen. Dieser Bericht wurde am 9. September 2024 vorgelegt. Darin wird unmissverständlich und warnend darauf hingewiesen, dass die EU auf der Strecke bleibt und ihre wirtschaftliche Zukunft gefährdet. Der Hauptteil unseres Textes ist in drei Abschnitte unterteilt. Der erste Abschnitt befasst sich mit den theoretischen Grundlagen des Draghi-Berichts. Darauf folgt eine Untersuchung der empirischen Behauptungen und im letzten Teil eine Zusammenfassung der Argumente sowie eine Erörterung der Frage, ob die vorgeschlagenen Maßnahmen aus politischer Sicht realisierbar sind.

2. Wettbewerbsfähigkeit – ein umstrittenes Konzept

Viele Ökonomen stehen dem Konzept der Wettbewerbsfähigkeit sehr kritisch gegenüber, zumindest wenn es sich auf ganze Volkswirtschaften bezieht. Der auf Handel spezialisierte Wirtschaftswissenschaftler Paul Krugman bezeichnete im Jahr 1994 das Konzept als „gefährliche Obsession“. Wir sollten den Bericht daher genau prüfen. In der gängigen Wirtschaftstheorie wird der internationale Handel als gewinnbringend betrachtet – und zwar für alle Beteiligten. Aktuellere Ansätze wie die „Neue Handelstheorie“ sind hingegen realistischer: So sind nach dieser auch Szenarien denkbar, in denen ein Land Vorteile aus dem Handel zieht, während ein anderes dabei verliert (Nullsummenspiel). Als aktuelles Beispiel sei der „Nobelpreisträger“³ für Wirtschaftswissenschaften Angus Deaton genannt. Im Jahr 2024 distanzierte er sich in einem vom Internationalen Währungsfonds (IWF) veröffentlichten Artikel (Deaton 2024) von seinen früheren Ansichten über die Vorteile des Freihandels. Außerdem rückte er in dem Artikel auch von anderen Schlüsselkonzepten ab, die standardmäßig in Wirtschaftslehrbüchern auftauchen. Andere betrachten Exporte auch als Kosten, da ein Teil der produzierten Güter ins Ausland abfließt und dort genutzt werden, wodurch inländischen Arbeitskräften Nachteile entstünden. Die Gewinne aus dem Handel kämen stattdessen hauptsächlich den Exporteuren zugute, die monetäre Einkünfte erzielen (vgl. Wray 2024, S. 239 ff.). Wettbewerbsfähigkeit scheint kein brauchbarer Indikator für den Wohlstand der Nationen zu sein.

„Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist kein akzeptabler Maßstab für den wirtschaftlichen Wohlstand!“ Viele Wirtschaftswissenschaftler würden darauf hinweisen, dass nicht allein das Angebot die Produktivität und die Wettbewerbsfähigkeit bestimmt. Die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen ist möglicherweise sogar noch wichtiger, da sie maßgeblich das Angebot beeinflusst. Die Unternehmen produzieren, was auf dem Markt nachgefragt wird. Je höher die Nachfrage, desto höher die Produktion des Unternehmens. Je höher die Produktion, desto mehr investiert das Unternehmen in Investitionsgüter. Werden die Fixkosten durch eine gesteigerte Produktionsmenge geteilt, so sinken die Durchschnittskosten im Zuge der Produktivitätssteigerung. Schon der Vater der klassischen Volkswirtschaftslehre Adam Smith wusste, dass die Größe des Marktes die Spezialisierung der Arbeitskräfte und damit die Produktivität vorantreibt. Wenn das stimmt, hat Mario Draghi möglicherweise das Pferd von hinten aufgezäumt. Eine höhere Produktivität ergibt sich aus den Ausgaben und Einnahmen, die das BIP bestimmen. Folgt man der Definition aus der Volkswirtschaftslehre, wird das BIP durch die Ausgabenseite bestimmt. In diesem Fall kann die Produktivität das BIP nicht direkt beeinflussen, sondern ist eine Restgröße. Das heißt nicht, dass eine höhere Produktivität nicht gut für die Wirtschaft ist. Es bedeutet

³Tatsächlich handelt es sich beim Wirtschaftsnobelpreis nicht um einen echten Nobelpreis: <https://www.nobelprize.org/nomination/economic-sciences/>. Siehe Offner und Söderberg (2017).

vielmehr, dass ein positiver Zusammenhang zwischen höherer Produktivität und Wirtschaftstätigkeit nur durch eine ausreichende Nachfrage aufrechterhalten werden kann.

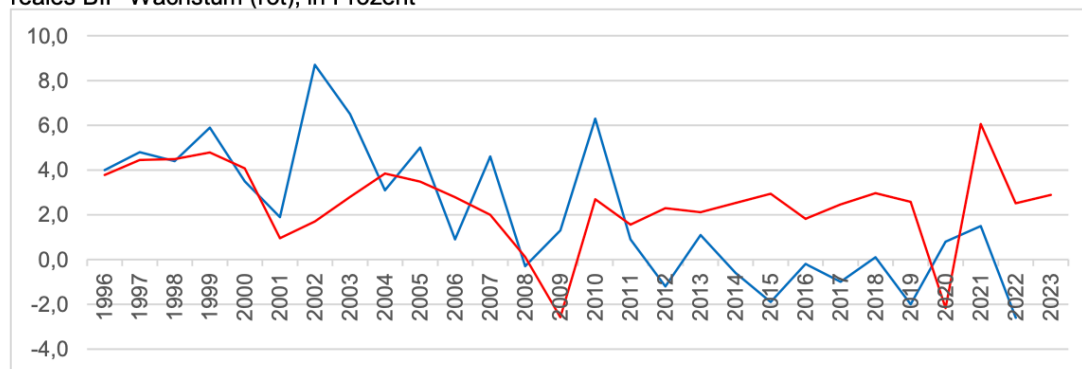
„Die Nachfrageseite hat einen erheblichen Einfluss auf Investitionen und Produktivität und damit auf die *Wettbewerbsfähigkeit*.“

2.1 Empirische Behauptungen: Produktivität und reales BIP-Wachstum

Beim Übergang vom theoretischen zum empirischen Teil ist der Bericht nicht eindeutig. So ist etwa die Analyse der Produktivitätsdaten alles andere als aufschlussreich. Im Mittelpunkt des Berichts steht die Produktivitätslücke zwischen der EU und den USA. Dem Bericht zufolge beschleunige sich der technologische Wandel rasant, wobei die Produktivitätslücke in erster Linie auf die Technologiebranche zurückzuführen sei (vgl. S 3). In Abbildung 1 lässt sich erkennen, dass das Wachstum der Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe der USA seit Jahrzehnten rückläufig ist und in den 2010er-Jahren ins Negative umschlug. Die Technologiebranche ist zweifelsohne wichtig, aber das verarbeitende Gewerbe in Europa spielt aufgrund seiner Größe (in Bezug auf Beschäftigung und Produktion) eine bedeutendere Rolle. Daher scheint nicht nur die (Arbeits-)Produktivität ausschlaggebend für die Wettbewerbsfähigkeit zu sein. In der Technologiebranche sind Netzwerkeffekte entscheidend, denn der Nutzen einer elektronischen Plattform steigt mit der Anzahl der Nutzer. Unternehmen, die den Markt als Erste erschließen, können unter Umständen nicht mehr verdrängt werden. Dabei spielt keine Rolle, wie produktiv sie sind. Wettbewerb nach dem „Alles-oder-Nichts“-Prinzip muss stärker reguliert werden, um Monopole zu zerschlagen, die Innovationen ersticken.

„Das Wachstum der Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe der USA war oft negativ!“

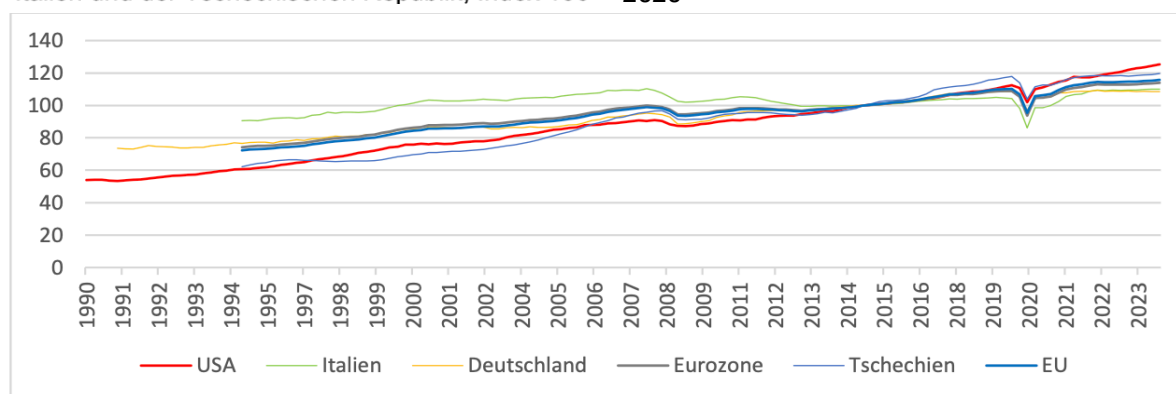
Abbildung 1: Wachstum der Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe in den USA (blau) und reales BIP-Wachstum (rot), in Prozent



Quelle: BLS (MPU9900063), BEA (A191RX)

Im Draghi-Bericht wird zunächst beklagt, dass Europa seit Beginn dieses Jahrhunderts ein langsames Wachstum erlebe. Verschiedene Ansätze seien erprobt worden, jedoch bleibe der Trend bestehen. Zwischen den USA und der EU sei eine große Wachstumsücke entstanden, wobei das verfügbare Realeinkommen in den USA seit 2000 doppelt so schnell gewachsen sei wie in der EU (vgl. S. 3). Diese Behauptungen sind zwar wahr, berücksichtigen jedoch nicht, dass die Europäische Union („Europa“) aus verschiedenen Ländern mit unterschiedlichen Wirtschaftswachstumsraten und anderen Merkmalen besteht. Abbildung 2 zeigt die realen BIP-Wachstumsraten für die USA, die EU, das Euro-Währungsgebiet, Deutschland, Italien und die Tschechische Republik. An der Spitze stehen die USA, dicht gefolgt von der Tschechischen Republik. Die EU und das Euro-Währungsgebiet verzeichnen im Vergleich zu diesen beiden Staaten ein langsames Wachstum, und Deutschland und Italien, die Teil der EU und des Euro-Währungsgebiets sind, haben an Boden verloren.

Abbildung 2: Reales BIP-Wachstum in den USA, der EU, dem Euro-Währungsgebiet, Deutschland, Italien und der Tschechischen Republik, Index 100 = 2020



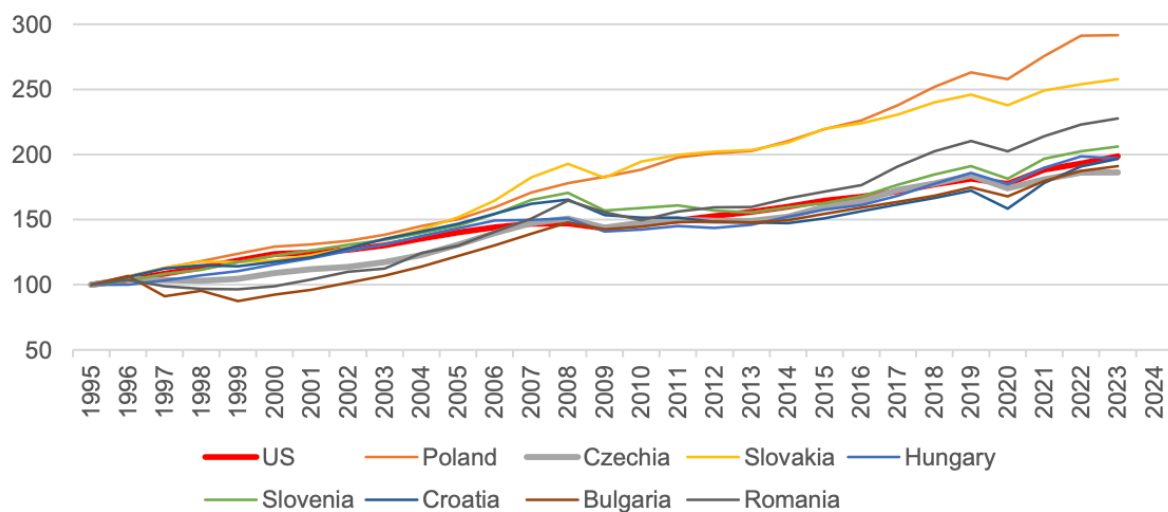
Quelle: BEA (A191RX), Eurostat

Andere Staaten, vor allem in Westeuropa, sind ebenfalls ins Hintertreffen geraten. Die mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) haben jedoch genauso gut oder sogar besser abgeschnitten als die USA, wie in Abbildung 3 zu sehen ist. Das langsame Wirtschaftswachstum seit der Jahrhundertwende mag für die Europäische Union als Ganzes gelten, nicht aber für die MOEL. Dementsprechend sollte der Schwerpunkt des

Berichts auf den älteren westeuropäischen Mitgliedstaaten und nicht auf ganz Europa liegen.

„Die Wachstumslücke zu den USA besteht in Westeuropa, aber weniger in Osteuropa.“

Abbildung 3: reales BIP, verschiedene Länder, Index 1995 = 100



Quelle: BEA (A191RX), Eurostat

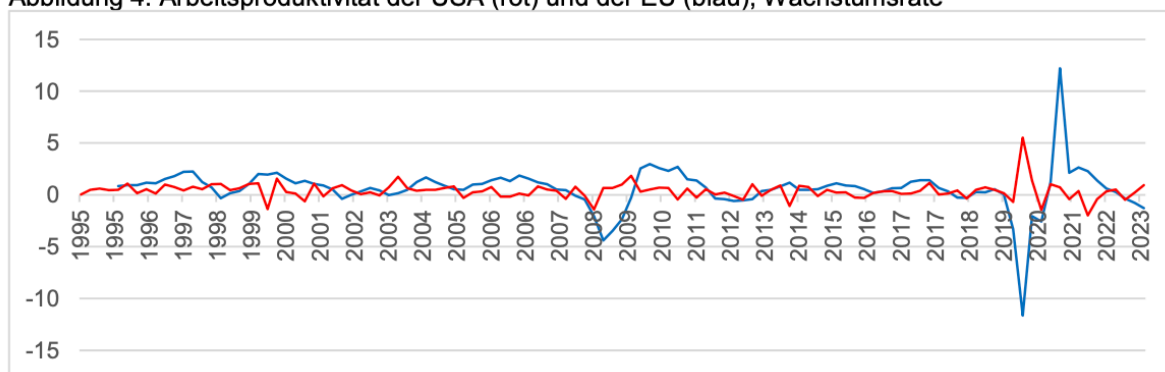
Wenn die Angebotsseite oder Produktivitätsdaten Wachstumsunterschiede nicht ausreichend erklären können, dann dürfte wohl die Nachfrage für das schwache Wirtschaftswachstum verantwortlich sein. Mario Draghi war als Präsident der EZB von November 2011 bis Oktober 2019 für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet zuständig. Und da die EZB auch zur Troika gehört, war er einige Jahre lang teilweise mitverantwortlich für die Nachfragepolitik, erdrückende Strukturreformen und Sparmaßnahmen in manchen Mitgliedstaaten (vgl. Braun et al. 2024). Mario Draghi zufolge habe sich das Wachstum in der EU verlangsamt, was auf ein nachlassendes Produktivitätswachstum zurückzuführen sei (vgl. S. 10). Diese empirische Behauptung muss mit Blick auf Abbildung 1 geprüft werden, denn die US-Wirtschaft ist in den 2010er-Jahren trotz überwiegend negativem Produktivitätswachstum gewachsen.

„Die US-Wirtschaft ist trotz eines negativen Produktivitätswachstums gewachsen. Die Produktivität kann also den Wachstumsunterschied nicht erklären!“

In Abbildung 4 ist zu sehen, dass sich die USA (rot) und die EU (blau) beim Wachstum der Arbeitsproduktivität, gemessen an den Lohnstückkosten, nicht wesentlich voneinander unterscheiden. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass die US-Wirtschaft in Bezug auf die Arbeitsproduktivität die EU-Wirtschaft abhängt.

„Für Draghi ist der IKT-Sektor der wichtigste Motor für die Produktivität der USA. Die „Produktivitätsrechnung“ des IKT-Sektors ist jedoch sehr problematisch. Um eine nachhaltige Wirkung zu erzielen, müssen die IKT mit dem verarbeitenden Gewerbe verbunden werden.“

Abbildung 4: Arbeitsproduktivität der USA (rot) und der EU (blau), Wachstumsrate



Quelle: OECD (ULQELP01)

Die Daten sind in den Jahren der Pandemie sehr unbeständig. Es ist zu erwarten, dass die Arbeitsproduktivität in den USA im Jahr 2020 aufgrund des Anstiegs der Arbeitslosigkeit in den USA stärker gestiegen ist als in der EU. Wie in den meisten Rezessionen entlassen die Unternehmen zuerst die Arbeitnehmer, die am wenigsten zur eigentlichen Produktion beitragen, um Kosten zu sparen und den Abschwung zu überleben. Dies schlägt sich in den Daten als Anstieg der Arbeitsproduktivität nieder, da mit weniger Arbeitsstunden die gleiche (oder eine geringfügig geringere) Leistung erbracht wird. In der EU waren Kuzarbeitergeldszahlungen gang und gäbe, Industriearbeiter behielten oft ihren Arbeitsplatz.

„Die Arbeitsproduktivität in den USA und in der EU weicht nicht sehr stark voneinander ab“

Aus den jüngsten Daten [MPU9900063] des Bureau of Labor Statistics geht jedoch hervor, dass die Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe der USA im Jahr 2022 mit rund drei Prozent negativ war. Es erscheint vernünftig, die Datenrevisionen abzuwarten, bevor man zu dem Schluss kommt, dass sich eine Produktivitätslücke zwischen den USA und der EU aufgetan hat. Es ist zu erwarten, dass sich das jüngste starke BIP-Wachstum unter der Regierung Biden und die sich vergrößernde Wachstumslücke im Vergleich zu Deutschland und Westeuropa in naher Zukunft auch in den Produktivitätsdaten niederschlagen werden. Es ist jedoch plausibler, dass solche Effekte eher mit fiskalischen Impulsen (Inflation Reduction Act) als mit einem anhaltenden langfristigen Trend zusammenhängen.

Mario Draghi stellt besonders die Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) heraus und konzentriert sich dabei auf Dienstleistungen, Finanzen und Versicherungen (vgl. S. 23). Diese Branchen sind in Bezug auf die Produktivität (und das BIP) jedoch ein Sonderfall. Sie wurden bis in die 1970er-Jahre meist nicht in die Berechnung des BIP einbezogen (vgl. Assa 2016, 2018). Die Politik der Finanzialisierung hat die USA allerdings dazu veranlasst, auf neue Rechnungslegungsstandards und Messgrößen der Wirtschaftsleistung zu drängen. Diese werden heutzutage mit einberechnet und in der Regel kalkulatorisch festgelegt. Das Bureau of Economic Analysis (BEA 2008) schreibt hierzu:

Bei einer weiteren wichtigen Anrechnung werden Finanzdienstleistungen berücksichtigt, die von Banken und anderen Finanzinstituten entweder kostenlos oder gegen eine geringe Gebühr, die nicht den gesamten Wert der Dienstleistung widerspiegelt, erbracht werden. Dazu gehören beispielsweise die Führung von Girokonten und Dienstleistungen für Kreditnehmer. (BEA, 2008).

Außerdem ist es alles andere als klar, ob eine Zunahme von Finanzdienstleistungen auf individueller Ebene zu einer Steigerung der Wertschöpfung auf gesellschaftlicher Ebene führt. Mit zunehmender Ungleichheit verlagert sich der Wohlstand zu den Reichen. Warum die Finanzdienstleistungen selbst, die diese Verlagerung ermöglichen, das BIP steigern sollten, ist eine sehr gute Frage. Darüber hinaus führt die Ersetzung kostenloser öffentlicher Dienstleistungen (öffentliche Bildung) oder subventionierter Preise (öffentlicher Verkehr, öffentlicher Wohnungsbau) durch private Güter und Dienstleistungen, die dann das BIP steigern, möglicherweise überhaupt nicht zu einer Steigerung des sozialen Wohlergehens. Dasselbe gilt für höhere Immobilienpreise und Mieten, die zwar das BIP steigern, aber möglicherweise nicht die Qualität und Quantität des Wohnraums verändern.

„Der Hauptunterschied zwischen den USA und der EU: Die USA haben während der Finanzkrise Geld in die Wirtschaft gepumpt, während die EU die Krise durch Kürzungsmaßnahmen verlängert hat.“

„Die Finanzialisierung kann das Wachstum beeinträchtigen, und es gibt große Probleme bei der Messung der Produktivität im Finanzwesen.“

Die Finanzialisierung kann die wirtschaftliche Fragilität erhöhen und auch erhebliche langfristige negative Auswirkungen auf die reale Wirtschaftstätigkeit haben (vgl. Tran 2023 sowie Tori und Onaran 2017). So betreibt die Finanzbranche beispielsweise Rent-Seeking und zapft damit Einkommen aus der realwirtschaftlichen Produktion ab (vgl. Coutts und Gudgin 2015). Außerdem kann eine Verlagerung zugunsten kurzfristiger Wertsteigerungen („shareholder value“) für die Anteilseigner dazu führen, dass Unternehmen ihre längerfristigen Ausgaben für Forschung und Entwicklung vernachlässigen. Wenn schließlich die Zentralbanken nicht als Ankäufer von Staatsanleihen fungieren, wie es zu Beginn der Euro-Krise der Fall war, wird einer Panik auf den Finanzmärkten häufig mit einer Kürzung der Staatsausgaben begegnet, was wiederum Investitionen und Wachstum beeinträchtigt.

Hinzu kommt, dass es große Schwierigkeiten gibt, die Produktivität des Banken- und Finanzsystems zu ermitteln. Jacob Assa zufolge handle es sich bei der ausgewiesenen Produktivität der Finanzbranche eher um ein statistisches Artefakt als ein reales Phänomen (vgl. 2015, S. 9). Diese Feststellung wird durch die empirische Beobachtung gestützt, dass der Korrelationskoeffizient zwischen Wertschöpfungs- und Beschäftigungsanteil sowohl bei den Bank- als auch bei den Immobiliendienstleistungen negativ ausfällt. In diesen Branchen korreliert ein höherer Wertschöpfungsanteil mit einem geringeren Beschäftigungsanteil. Diese empirische Beobachtung könnte theoretisch durch einen starken Anstieg der Arbeitsproduktivität erklärt werden. Ein derartiger Anstieg, wie er in den 2000er Jahren in den USA vorkam, wäre jedoch nicht realistisch. Die gemessenen Finanztransaktionen pro Minute stiegen zwar schnell an, waren aber kein seriöses Maß für Produktivität, da viel Geld in Immobilien versenkt wurde.

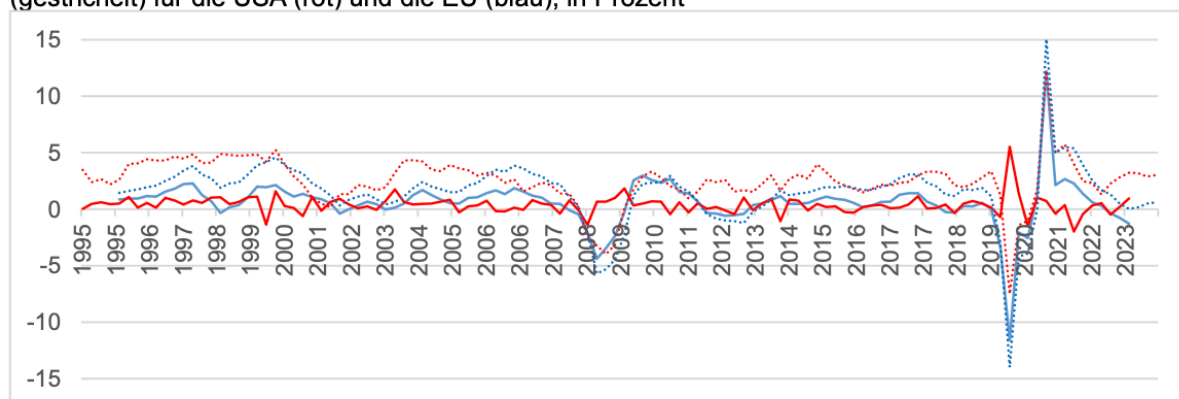
„Was wäre, wenn Draghi die Geschichte falsch verstanden hätte? Was wäre, wenn eine höhere Nachfrage zu mehr Investitionen und Produktivitätswachstum führen würde und nicht umgekehrt?“

2.2 Empirische Behauptungen: Produktivität und verarbeitendes Gewerbe

Die Daten zur Arbeitsproduktivität im Finanz- und Versicherungssektor in den USA sind nicht aussagekräftig. Das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den USA lag in diesen Branchen zwischen 2010 und 2019 durchschnittlich bei -1,1 %. 2020 lag sie bei -4,1 % und stieg 2021 auf 11,2 % an, bevor sie 2022 wieder auf -7,2 % drehte. Im Jahr 2023 stieg sie wieder auf 5,8 %. Während der Vierjahresdurchschnitt 1,4 % beträgt, geben die Daten aber kaum Aufschluss auf die Realität.

Abbildung 5 vergleicht die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität mit dem realen BIP in den USA (rot) und in der EU (blau). Der Unterschied ist nur gering. Der größte Unterschied lässt sich allerdings bei der Rückkehr zum Wachstum nach der globalen Finanzkrise von 2008/09 feststellen. Während die USA die Wirtschaft mit einem fiskalischen Impuls in Höhe von 800 Mrd. USD angekurbelt hatten, legte die EU Ländern mit „übermäßigen Defiziten“ Sparmaßnahmen auf. Dies führte zu einer Rezession in der EU, die auf einen Mangel an Staatsausgaben und Wirtschaftsreformen zur Senkung der Löhne sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor zurückzuführen war.

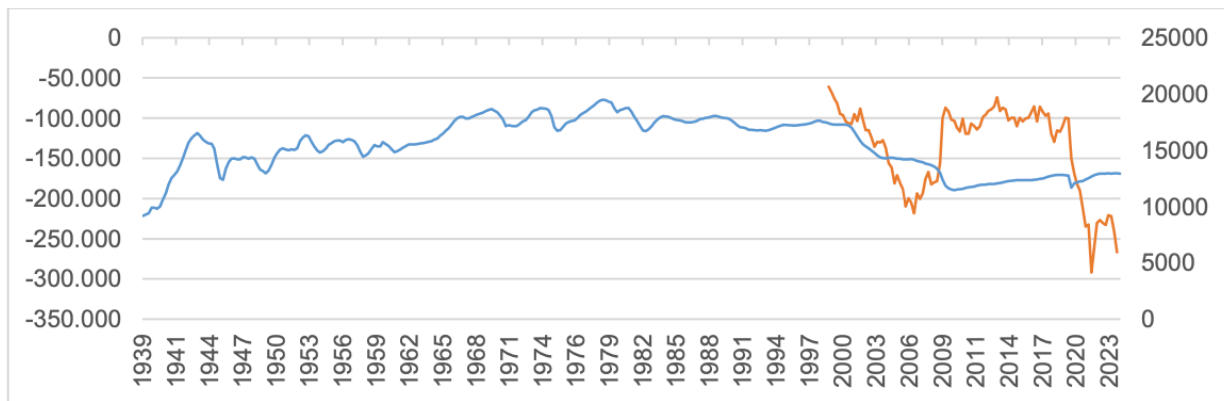
Abbildung 5: Veränderung der Arbeitsproduktivität (durchgezogene Linie) und des realen BIP (gestrichelt) für die USA (rot) und die EU (blau), in Prozent



Quelle: OECD, BEA und Eurostat (reales BIP)

Dem Draghi-Bericht zufolge führt eine höhere Produktivität zu mehr Wettbewerbsfähigkeit, was wiederum zu mehr Beschäftigung bei höheren Löhnen führt. Zu Beginn dieses Jahrhunderts erlebten die USA jedoch die stärkste Deindustrialisierung ihrer Geschichte. Im Januar 2000 waren im verarbeitenden Gewerbe in den USA 17,3 Millionen Menschen beschäftigt (siehe Abbildung 6). Im Dezember 2009 war diese Zahl auf 11,5 Millionen gesunken. Innerhalb eines Jahrzehnts wurden fast 6 Millionen Arbeitsplätze (also etwa ein Drittel) im verarbeitenden Gewerbe abgebaut. Dieser Beschäftigungsverlust ging mit einem Leistungsbilanzdefizit einher, da ein Teil der inländische Produktion durch Importe von Waren und Dienstleistungen ersetzt wurde. Der Zeitpunkt ist kein Zufall.

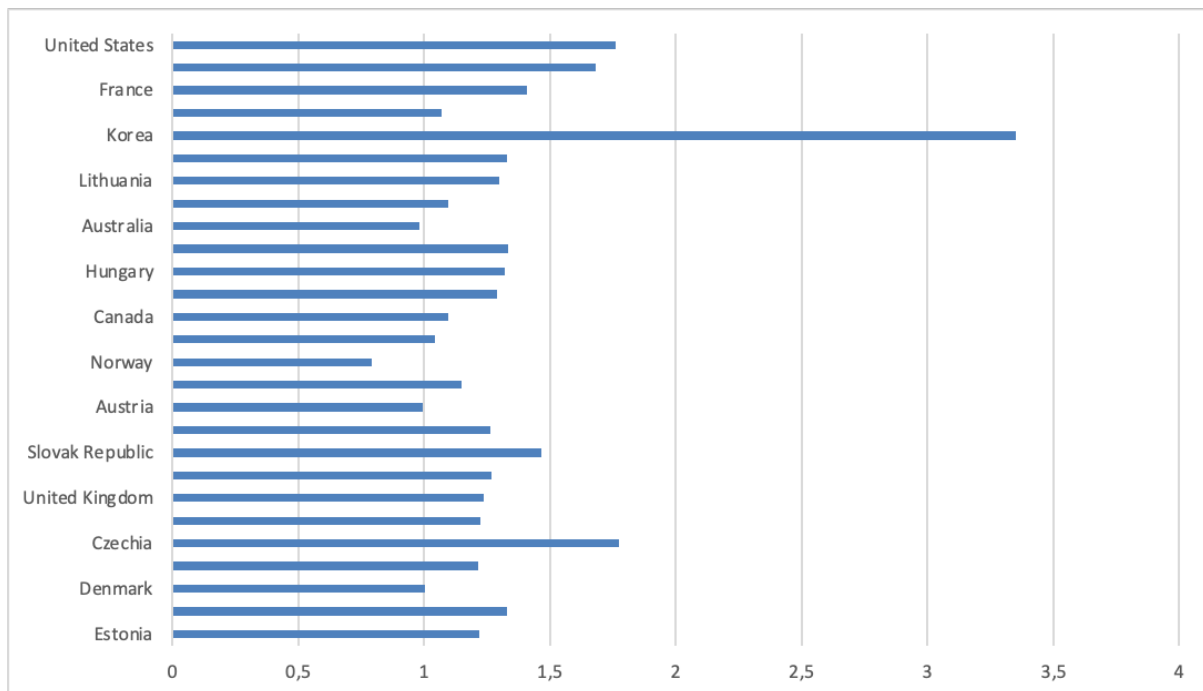
Abbildung 6: Beschäftigte im verarbeitenden Gewerbe in den USA in 1000 (links, blau) und Leistungsbilanz der USA in USD (rechts, rot)



Quelle: BLS, BEA

Im Jahr 2004 wurde in den US-Medien darüber debattiert, ob Wal-Mart, das in den USA hergestellte Produkte durch billigere Importe aus China ersetzt, für die USA gut sei (vgl. PBS 2004). Das verarbeitende Gewerbe in den USA hat sich in den 2010er Jahren nur teilweise erholt. Im Zuge dieser Entwicklung entstand die Bewegung „Make America Great Again“ (MAGA) zur Unterstützung Donald Trumps. Die USA können und sollten daher nicht als Vorbild für die EU dienen. In den ersten zehn Jahren dieses Jahrhunderts war das Produktivitätswachstum stets gering, und die Produktionsbasis schrumpfte um ein volles Drittel.

Abbildung 7: Arbeitsproduktivität in der Informationsbranche im Vergleich zu anderen nichtlandwirtschaftlichen Wirtschaftsbereichen



Quelle: OECD, <https://goingdigital.oecd.org/en/indicator/01>

Draghi (vgl. S. 23) stellt fest, dass das Produktivitätswachstum in der EU ohne den IKT-Sektor über dem der USA liegt. In Kasten 2 wird ein näherer Blick auf die Rolle des IKT-Sektors versprochen, aber es werden keine Datenpunkte oder Quellen angegeben. OECD-Daten zeigen, dass die USA in diesem Sektor eine höhere Produktivität aufweisen, das Gefälle aber nicht so groß ist (Abbildung 7). Außerdem scheint Südkorea führend im Bereich

„In modernen Volkswirtschaften gibt es Unternehmen, deren Produktion in sehr hohem Maße durch die Nachfrage nach ihren Produkten und nicht durch Ressourcen- oder Finanzengpässe begrenzt wird.“

Technologie zu sein - nicht die USA.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Produktivitätslücke zwischen den USA und der EU wohl lediglich eine optische Täuschung ist und dass auch der Versuch, es zu begründen, das Gesamtbild nicht schärfer macht. Es bestehen starke Zweifel daran, ob die Europäische Union die vagen Konzepte von Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit nutzen kann, um politische Maßnahmen zu konzipieren, die die Wirtschaftstätigkeit zum Nutzen der Bürgerinnen und Bürger in der EU fördern.

Es ist höchst zweifelhaft, dass die Europäische Union die vagen Konzepte von Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit nutzen kann, um politische Maßnahmen zu entwickeln, die die Wirtschaftstätigkeit zum Nutzen der EU-Bürger fördern.“Das Problem scheint darin zu bestehen, dass für Mario Draghi Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit Mittel zu einem Zweck sind, nämlich der Erhöhung des BIP-Wachstums. Investitionen fördern jedoch die Produktivität und den wirtschaftlichen Erfolg - und nicht umgekehrt. Es gibt viel anekdotische Evidenz, die darauf hindeutet, dass die EU bei wichtigen Innovationen wie der KI hinterherhinkt. KI erfordert hohe anfängliche Investitionen in IKT und begünstigt daher in der Regel große Tech-Unternehmen wie Apple oder Facebook mit umfangreichen Datensätzen. Große Tech-Unternehmen können verschiedene Märkte durchdringen und neue Märkte schaffen, von oligopolistischer Marktmacht profitieren, den Markteintritt von Wettbewerbern verhindern und die hohen Innovationskosten auf einen größeren Kundenkreis verteilen. Selbst KI ist kein Selbstzweck. Denn ihr kommerzieller Nutzen stammt zu einem großen Teil aus Anwendungen im verarbeitenden Gewerbe, wie Datentechnologie in Kraftfahrzeugen. Daher ist es unwahrscheinlich, dass KI ohne solide Produktionsbasis die Wirtschaft insgesamt unterstützt.

Im nächsten Abschnitt wird der Zusammenhang zwischen Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit sowie BIP-Wachstum untersucht. Zudem wird die Debatte um weitere wirtschaftspolitische Ziele vertieft, nämlich die Bereitstellung privater und öffentlicher Güter zur Verbesserung des sozialen Wohlergehens der europäischen Bürgerinnen und Bürger.

3. Theoretische Grundlagen

„Europas Bedarf an Wachstum steigt“ - Draghi (vgl. S. 3) ist davon überzeugt, dass (wirtschaftliches) Wachstum der Motor unserer Wirtschaft ist und die Überwindung von Knappheit ermöglicht. Wenn wir nicht produktiver werden, so Draghi, dann „werden wir gezwungen sein, uns zu entscheiden“. Wollen wir Vorreiter bei neuen Technologien sein, ein Zeichen der Klimaverantwortung setzen oder unabhängig agieren? All das wäre ohne Wachstum unerreichbar. Gleiches gälte für unser Sozialmodell. Dieser Blick auf die Wirtschaft ist sehr speziell, da davon ausgegangen wird, dass Produktion zuerst stattfindet und anschließend Waren und Dienstleistungen vertrieben werden. Eine moderne monetäre Wirtschaft funktioniert jedoch umgekehrt.⁴ Die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen schlägt sich in der Produktion nieder, die in privaten Unternehmen mit dem Ziel erfolgt, monetäre Gewinne zu erwirtschaften (vgl. Levy et al. 2008). Begrenzt wird die Produktion im Allgemeinen nicht durch die Knappheit der Produktionsfaktoren, sondern durch die Nachfrage nach ihren Erzeugnissen.⁵

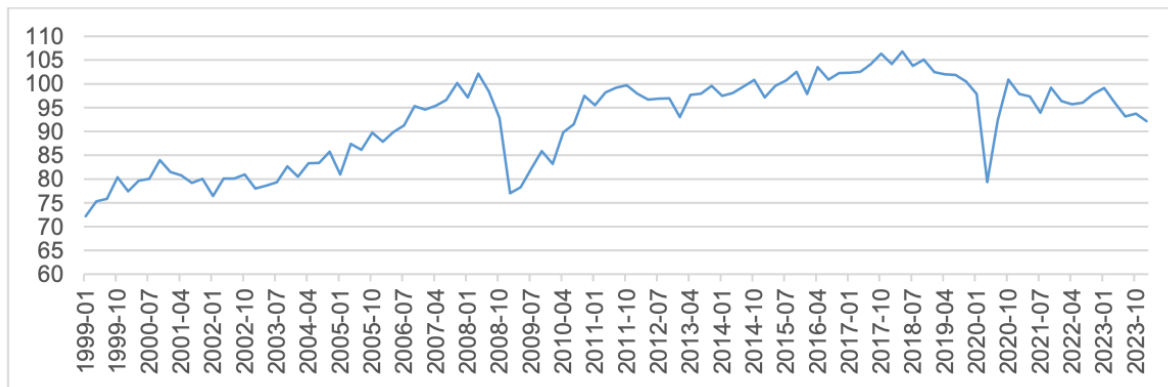
Verdoorn (1980) kommt auf der Grundlage der neoklassischen Wachstumstheorie (siehe Fußnote 3) zu dem Schluss, dass die Produktion die Produktivität bestimmt. Diese Schlussfolgerung wird als Verdoornsches Gesetz bezeichnet. Ein Anstieg der wirtschaftlichen Gesamtausgaben führt zu einem Anstieg der Produktion, solange die Unternehmen nicht durch Ressourcenmangel eingeschränkt sind. Eine steigende Produktion führt zu höheren Skalenerträgen beim Absatz und möglicherweise anderen positiven Auswirkungen in Form von externen Effekten und Verbindungen zu anderen Unternehmen. Mit anderen Worten: Je höher die Produktion einer Fabrik, desto rentabler ist die Nutzung von Maschinen. Da es sich bei den Maschinen um Fixkosten handelt, sinken die Durchschnittskosten mit steigender Produktion. Stehen Unternehmen in Konkurrenz zueinander, so führen niedrigere Kosten letztendlich zu niedrigeren Preisen, wenn auch nicht vollumfänglich.

Die Probleme in der Lieferkette und die Unterbrechung des europäischen Zugangs zu russischer Energie sind echte Probleme. Die Wirtschaftssanktionen gegen Russland schwächen seine Fähigkeit, einen Krieg zu führen, nicht wesentlich, schaden aber europäischen Volkswirtschaften wie der deutschen (Galbraith 2023). Die aktuellen geoökonomischen Konflikte können jedoch nicht allein Draghis „Produktivitätslücke“ erklären. Ihre negativen Auswirkungen werden durch den Mangel an öffentlichen und privaten Investitionen noch verstärkt. Der Niedergang der europäischen Industrie begann bereits vor der Covid-19-Krise und dem Krieg in der Ukraine. Die deutsche Fertigung erreichte 2017 ihren Höhepunkt und ging dann auf Talfahrt (siehe Abbildung 8). Die Pandemie traf die Fertigung hart, und sie erholte sich nicht vollständig. Stattdessen stagnierte die Wirtschaftstätigkeit von 2020 bis 2023 und scheint sich nun wieder auf einem Abwärtstrend zu befinden. Es war normal, dass die Wirtschaftstätigkeit in der deutschen Fertigungsindustrie in den 2000er- und 2010er-Jahren über einen Konjunkturzyklus hinweg zunahm.

⁴ Dies ist kein Zufall. Die neoklassische Wirtschaftswissenschaft, die Wirtschaftsschule, zu der Draghi gehört, hat ihre Wurzeln im 19. Jahrhundert. Der Staat hatte damals keine bedeutende Rolle, und es dominierte die Landwirtschaft. Nur das, was produziert wurde, konnte verteilt werden. Eine gewisse Nachfrage seitens des Staates hätte die Produktion nicht erhöht, sondern lediglich Ressourcen von dem privaten an den öffentlichen Sektor umverteilt.

⁵ Eiteman und Guthrie (1952) zeigten frühzeitig, dass Unternehmen durch Produktionssteigerung ihre Durchschnittskosten senken, was bedeutet, dass die Angebotskurve nach unten und nicht nach oben neigen sollte. Heutige Probleme hinsichtlich unter anderem Nachhaltigkeitsbelangen oder dem Klimawandel sind in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Unternehmen ihre Produktion fast immer steigern können. Wenn ein Input ausfällt, greifen sie auf neue Innovationen zurück.

Abbildung 8: Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, Index 2015=100



Quelle: OECD [PRMNT001DEQ661N]

Die Störungen der Lieferketten und die Unterbrechung des Zugangs Europas zu Energie aus Russland sind in der Tat problematisch. Die politischen und wirtschaftlichen Vorteile der Wirtschaftssanktionen gegen Russland jedoch sind zumindest höchst umstritten (vgl. Galbraith 2023). Wie auch immer man die aktuellen geoökonomischen Konflikte betrachtet: Draghis „Produktivitätslücke“ lässt sich dadurch allein nicht erklären. Die negativen Auswirkungen werden durch den Mangel an öffentlichen und privaten Investitionen vervielfacht. Zwischen den USA und der EU gibt eine „Investitionslücke“, was uns in den Bereich der Makroökonomie führt.

„Die Europäische Union muss ihre makroökonomische Politik überdenken. Die Senkung der Staatsausgaben scheint die Hauptursache für die schwache Wachstumsleistung zu sein.“

4. Die Makroökonomik der Europäischen Union

Die Daten zeigen deutlich, dass zwischen den USA und den Mitgliedsstaaten der EU eine „Nachfragerlücke“ entstanden ist, welche die Unterschiede beim Pro-Kopf-BIP erklärt. Diese „Nachfragerlücke“ hat zu einer „Produktivitätslücke“ geführt. Sie würde höchstwahrscheinlich verschwinden, sobald es keine „Nachfragerlücke“ mehr gibt.⁶ Die Europäische Union sollte künftig sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite tätig werden. Da beide miteinander verflochten sind, würde eine Strategie für Wettbewerbsfähigkeit auch eine Debatte über die makroökonomische Steuerung umfassen. Draghi schließt mit seinem Ansatz allerdings die Hälfte des wirtschaftlichen

⁶ Dies ähnelt sehr den DSGE-Modellen, bei denen davon ausgegangen wird, dass das Inflationsgefälle verschwinden würde, sobald es kein Produktionsgefälle mehr gibt. Die Zentralbanken gehen die Inflation an, um das Produktionsgefälle auszugleichen. Sie gehen nicht die Produktion an, um das Inflationsgefälle auszugleichen. Unklar ist, ob dies eine gute Herangehensweise ist.

Erklärungspotentials aus. Hier ist ein Überblick mit Angebots- und Nachfrageseite (>>> = Ursache):

(1) Veränderungen im **ANGEBOT** >>> Veränderungen in der **NACHFRAGE**

(2) Veränderungen in der **NACHFRAGE** >>> Veränderungen im **ANGEBOT**

Draghi deckt (1) ab, lässt aber eindeutig (2) unberücksichtigt. Er argumentiert, dass auf der Angebotsseite Veränderungen erforderlich seien, um die Produktion zu steigern, was es der europäischen Wirtschaft ermöglichen würde, eine größere Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen zu absorbieren. Er weist jedoch nicht darauf hin, dass höhere Ausgaben zu einem Anstieg des Angebots führen können und damit zu einem Anstieg der Produktivität, da sich der Produktionsumfang (nach privaten und/oder öffentlichen Investitionen) ausweitet.

Abbildung 9: reale Bruttoanlageinvestitionen ohne Wohnungsbauinvestitionen, in % des BIP

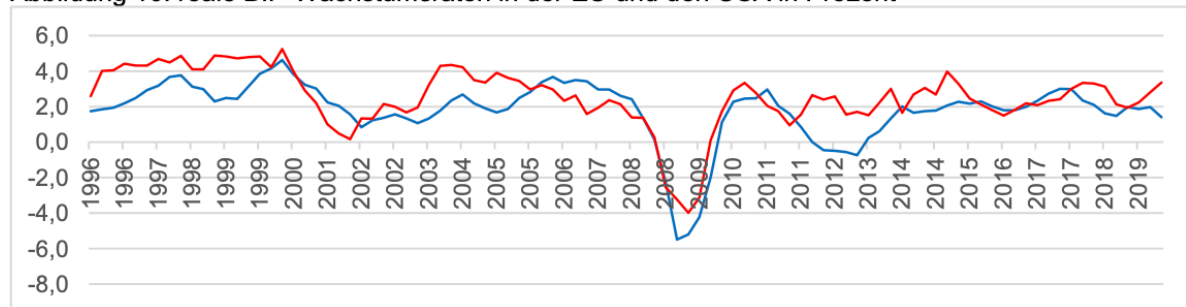


Quelle: Draghi (S. 24), von der EIB (2024)

Dies ist wahrscheinlich der Grund, warum er seine Abbildung 5, die hier als Abbildung 9 wiedergegeben wird, nicht weiter erörtert. In den 2000er Jahren wurde in der EU mehr in die Produktion investiert als in den USA. In den 2010er Jahren wurde in der EU weniger investiert als in den USA, wobei die größten Unterschiede zwischen 2010 und 2014 zu verzeichnen waren. In diesem Zeitraum setzte die EU Kürzungsmaßnahmen durch, die die nationalen Regierungen zwangen, die Staatsausgaben zu kürzen. Griechenland liegt heute immer noch unter seinem BIP-Niveau von 2007. Es scheint, dass ein Rückgang der öffentlichen Investitionen zu einem Rückgang der privaten Investitionen geführt hat, da die Unternehmen eine sinkende Nachfrage nach ihren Waren und Dienstleistungen erlebten. Kürzungen der Staatsausgaben führen logischerweise zu einem Rückgang der nicht-staatlichen Einnahmen in der Wirtschaft (Euro für Euro).

Darüber hinaus führt ein Anstieg der Wachstumsrate der Investitionen nicht automatisch zu einem Anstieg der Wachstumsrate des realen BIP. Private Investitionen sind nicht die größte Komponente des BIP, und auch wenn Schwankungen der privaten Investitionen den Konjunkturzyklus beeinflussen können und werden, ist der Zusammenhang nicht so einfach, wie im Draghi-Bericht dargelegt.

Abbildung 10: reale BIP-Wachstumsraten in der EU und den USA in Prozent



Quelle: BEA und Eurostat

Abbildung 10 zeigt beispielsweise, dass das reale BIP-Wachstum in den USA sowohl in den 2000er Jahren (1,9 % gegenüber 1,6 %) als auch in den 2010er Jahren (2,4 % gegenüber 1,6 %) höher war als in der EU. Was das Wirtschaftswachstum betrifft, so ist die Divergenz im zweiten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts begründet. In der Zeit der Kürzungsmaßnahmen in der EU (2010-2014) betrug die durchschnittliche Wachstumsrate des realen BIP nur 1,1 %. Im Rest des Jahrzehnts lag sie bei 2,1 % und damit nur 0,3 Prozentpunkte unter der der USA. Diese empirischen Beobachtungen deuten auf eine makroökonomische nachfrageseitige Erklärung für das geringe BIP-Wachstum hin. Wenden wir uns nun der makroökonomischen Sichtweise zu.

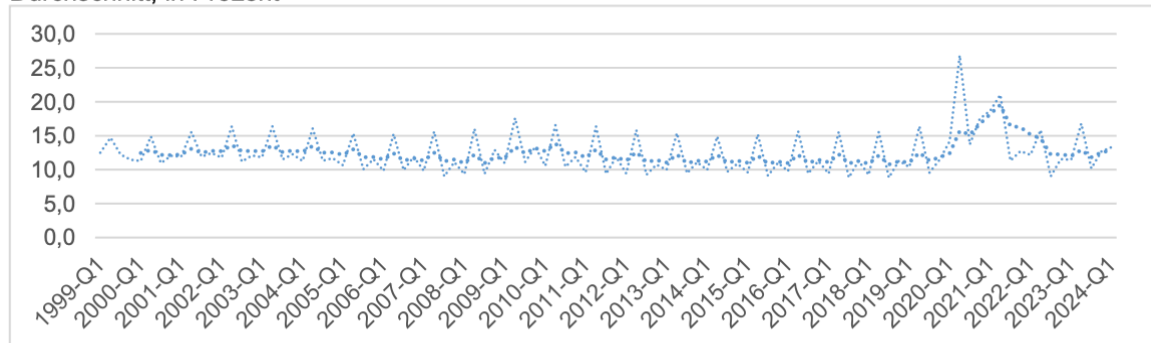
Eine mögliche Erklärung für die Divergenzen könnte in der Geldpolitik liegen. Letztere soll dem Vernehmen nach die Wirtschaft beeinflussen, indem sie Veränderungen im Konsumverhalten und bei Investitionen (und bei den diesbezüglichen Erwartungen) bewirkt.

„Es gibt keine empirischen Belege dafür, dass niedrige Zinssätze die privaten Investitionen erhöhen. Die Geldpolitik kann die Produktivität nicht steigern.“

Nach der vorherrschenden Zentralbankdoktrin gilt eine Erhöhung des Zinssatzes als Anreiz, mehr zu sparen. Die damit verbundene Senkung der Verbraucherausgaben soll zu einer geringeren Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen führen und damit den Preisdruck auf den Verbrauchsgütermärkten abbauen. Aus den für die EU verfügbaren Daten (Daten für das Euro-Währungsgebiet liegen nicht vor) geht jedoch hervor, dass die Bruttosparquote privater Haushalte in der EU seit Juli 2022, als die EZB erstmals eine Anhebung der

Zinssätze einläutete, im Wesentlichen unverändert blieb (Abbildung 11). Dies scheint ein Indiz dafür zu sein, dass höhere Zinssätze nicht wirksam zu mehr Ersparnissen führen.⁷

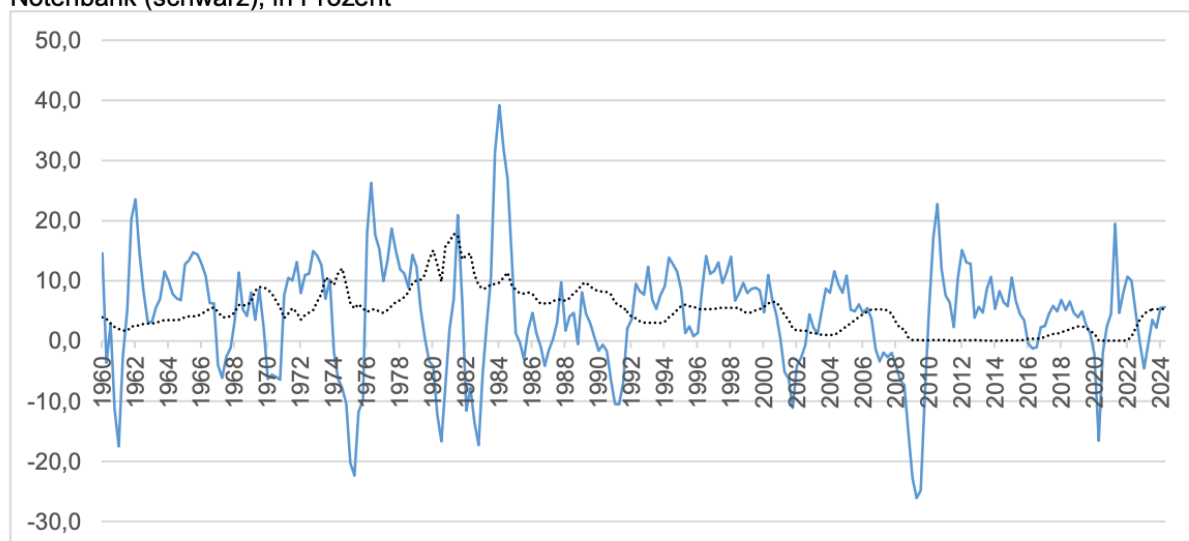
Abbildung 11: Bruttosparquote der privaten Haushalte in der EU, nach Quartal und gleitendem Durchschnitt, in Prozent



Quelle: Eurostat (nasq_10_ki)

Die aktuelle Zentralbankdoktrin besagt auch, dass höhere Zinssätze private Investitionen drosseln würden. Höhere Kapitalkosten würden Investitionsprojekte unter ansonsten gleichen Bedingungen finanziell unrentabel machen. Der daraus resultierende Rückgang bei privaten Investitionen, einschließlich Immobilien, würde eine geringere Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen auf dem Kapitalmarkt und eine geringere Nachfrage nach Arbeitskräften zur Folge haben. Durch die anschließend höhere Arbeitslosigkeit würden wiederum die Ausgaben für Konsumgüter gesenkt. Die logische Schlussfolgerung, wonach höhere Zinssätze zu einer niedrigeren Inflation führen, ist in letzter Zeit erheblich in die Kritik geraten (vgl. Coy 2022). Auch das Thema der Verkäuferinflation sollte angegangen werden, da Unternehmen ihre Marktmacht nutzen, um Preise zu erhöhen – auch ohne einen entsprechenden Kostenanstieg (vgl. Weber und Wasner 2023).

Abbildung 12: Tatsächliche private Bruttoinlandsinvestitionen (blau) und effektiver Leitzins der US-Notenbank (schwarz), in Prozent



Quelle: BEA (A006RX), Federal Reserve Bank

⁷ Es sei darauf hingewiesen, dass dieses Ergebnis nicht überrascht, zumal es sich bei Ersparnissen um nicht ausgegebene Einnahmen handelt. Wenn sich die Staatsausgaben nicht stark erhöhen, dann ist eine vermehrte Ersparnisbildung nur möglich, wenn sich die Exporte oder die Privatinvestitionen oder beide zusammen erhöhen. Nichts davon geschah zwischen 2022 und 2024.

Privatinvestitionen scheinen verhältnismäßig träge gegenüber Zinssätzen zu sein. Bei einer hohen Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen werden Unternehmen selbst dann investieren, wenn die Zinssätze hoch sind. Schließlich können sie die höheren Kapitalkosten durch Preiserhöhungen weitergeben. Solange sie mit Gewinn verkaufen können, sehen sich Unternehmen gezwungen, zu investieren und eben zu verkaufen, da andernfalls die Konkurrenz ihren Marktanteil übernimmt. Ebenso sind in Zeiten einer geringen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage niedrige Zinssätze wenig hilfreich. Ohne eine steigende Nachfrage besteht nur wenig Grund, in die Modernisierung und/oder Ausweitung der Produktionskapazität zu investieren. Wenn ein Unternehmen seine Produkte nicht gewinnbringend verkaufen kann, ist es überaus zweifelhaft, ob ein niedrigerer Zinssatz die Kapitalkosten und damit den Produktpreis so weit sinken lässt, dass die Nachfrage auf ein Niveau steigt, das mehr Privatinvestitionen zulässt. In den USA haben höhere Zinssätze zu einem Anstieg der Zinszahlungen der Bundesregierung an Inhaber von Staatsanleihen geführt (siehe weiter unten).

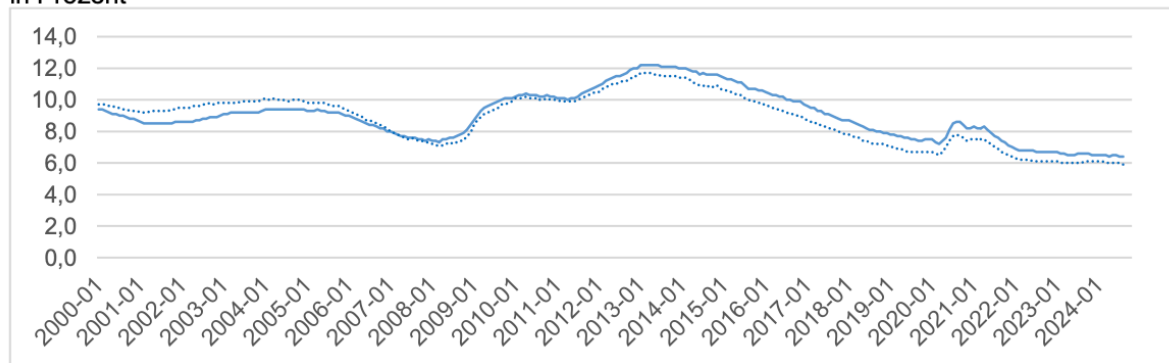
Die höheren Zinssätze in den USA hatten keine „sanfte Landung“, sondern einen anhaltenden Wirtschaftsaufschwung zur Folge, der mit steigenden Privatinvestitionen einherging. Die realen privaten Bruttoinlandsinvestitionen in den USA drehten ins Negative, als die Federal Reserve Bank im Frühjahr 2022 damit begann, die Zinssätze zu erhöhen (vgl. Abbildung 12). Ab dem dritten Quartal 2023 stiegen die privaten Investitionen jedoch wieder an, und 2024 hatten sie erneut das Niveau vom Ende der 2010er Jahre erreicht. Die Wachstumsrate des realen BIP lag im dritten Quartal 2023 bei knapp 5 %. Was auch immer mit den höheren Zinssätzen für die US-Wirtschaft bezweckt werden sollte, funktioniert hat es jedenfalls nicht. In der EU ist das reale BIP-Wachstum seit dem dritten Quartal 2023 im Wesentlichen unverändert geblieben. Ob dies auf die Fiskalpolitik zurückzuführen ist, in deren Rahmen die zusätzliche Unterstützung aus der Zeit der Pandemie zurückgefahren wurde, oder auf die höheren Zinssätze oder auf beides, bleibt offen.

„Steigende Staatsausgaben korrelierten mit sinkender Arbeitslosigkeit in den Jahren der Pandemie, dann korrelierte eine Verringerung des Anstiegs der Staatsausgaben mit wirtschaftlicher Stagnation und konstanter Arbeitslosigkeit.“

Beide von den Zentralbanken hervorgehobenen Stellschrauben wirken über einen Anstieg der Arbeitslosigkeit. Die geringere Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen im Konsum (niedrigere Ausgaben infolge einer höheren Ersparnisbildung) und nach Investitionsgütern (geringere Investitionen infolge höherer Kapitalkosten) würde sich in einer höheren Arbeitslosigkeit bemerkbar machen. Die derzeitige Doktrin der Zentralbank (die sogenannte neukyenesianische Makroökonomik) besagt, dass dies im Sinne der Preisstabilität hingenommen werden muss. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit in der EU bis vor einige Monaten nicht gestiegen (während die angebotsseitige Inflation sich schon weit vorher

verlangsamte). Aus Abbildung 13 geht hervor, dass durch die expansive Fiskalpolitik in der Zeit nach der Pandemie die Arbeitslosigkeit in der EU und im Euro-Währungsgebiet trotz des erheblichen wirtschaftlichen Schocks und der Erschütterungen auf ein Rekordtief reduziert wurde. Seit dem Auslaufen der allgemeinen Ausweichklausel des im Vertrag von Maastricht vereinbarten Stabilitäts- und Wachstumspakts im Dezember 2023 wurden die Obergrenzen für ein „übermäßiges“ Haushaltsdefizit wieder eingeführt.

Abbildung 13: Arbeitslosenquote, EU (gestrichelte Linie) und Euro-Währungsgebiet, saisonbereinigt, in Prozent

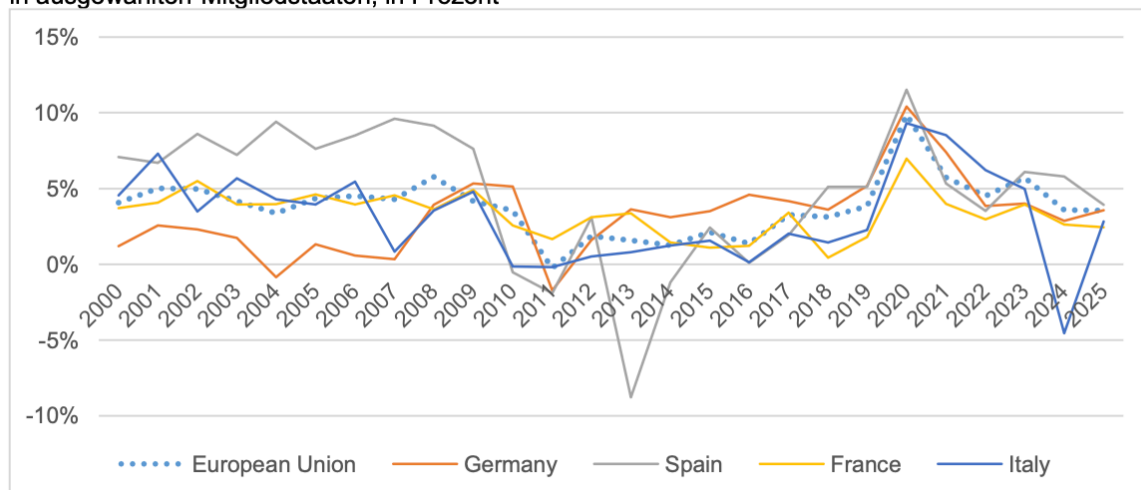


Quelle: Eurostat (une_rt_m)

Abbildung 14 zeigt, dass das Wachstum der Staatsausgaben zwischen 2023 und 2024 in drei der vier größten Volkswirtschaften, mit der Ausnahme Italiens, stabil war. In Italien schwankt das Ausgabenwachstum zwischen -4 % und +4 %. Insgesamt ist festzustellen, dass die EU-Mitgliedstaaten auf dem Weg sind, die Staatsausgaben zu kürzen. Wahrscheinlich ist dies in der Erwartung geschehen, dass sie damit auch ihre jeweiligen Haushaltsdefizite oder die Inflation verringern würden, was allerdings nicht der Fall war.

Derzeit läuft gegen acht Länder ein Defizitverfahren der Kommission, und die Inflation ist überall gesunken, auch in Ländern mit einer expansiven Fiskalpolitik. Es ist nur schwer vorstellbar, wie die Defizitländer in der Lage sein werden, ihre Haushaltsdefizite zu verringern, wenn die europäische Wirtschaft insgesamt infolge der Rückkehr zum Stabilitäts- und Wachstumspakt derart schwächelt. Vielleicht ist ein sinkender Ölpreis, der sich ihrer Kontrolle entzieht, ihre beste Chance auf wirtschaftliche Erholung.

Abbildung 14: Wachstumsrate bei den Staatsausgaben, ausgenommen Zinszahlungen, in der EU und in ausgewählten Mitgliedstaaten, in Prozent



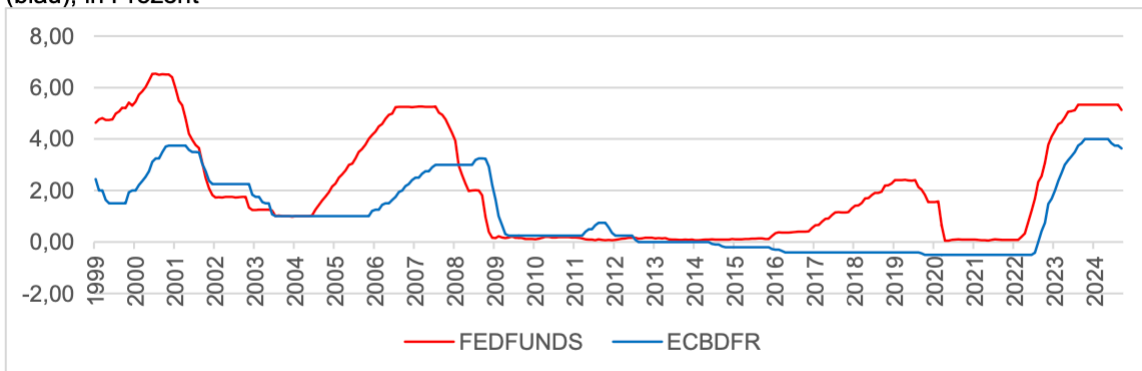
Quelle: AMECO

Eine makroökonomische Lücke?

Die obige makroökonomische Analyse wirft die Frage auf, ob eine makroökonomische Lücke besteht. Die wichtigsten makroökonomischen Instrumente, die einer (supra-)nationalen Regierung zur Verfügung stehen, sind die Geld- und die Fiskalpolitik. Durch diese wird die Wirtschaft gesteuert, indem die Nachfrage nach oben oder nach unten angepasst wird, wobei davon auszugehen ist, dass eine steigende Nachfrage zu einer Ausweitung der Produktion und eine sinkende Nachfrage zu einem Rückgang der Produktion führt. In den USA legt die Federal Reserve Bank die Zinssätze fest. In der EU erfolgt dies durch die EZB und die jeweiligen Zentralbanken der nicht der Eurozone angehörenden Mitgliedstaaten. Die Fiskalpolitik liegt sowohl in den USA als auch in den EU-Mitgliedstaaten im Ermessen der nationalen Regierungen.

„Während in der EU ‚übermäßige Defizite‘ bestraft werden, sind sie in den USA Teil der Lösung. Die Ergebnisse sprechen für sich.“

Abbildung 15: Effektiver Leitzins der US-Notenbank (rot) und Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB (blau), in Prozent

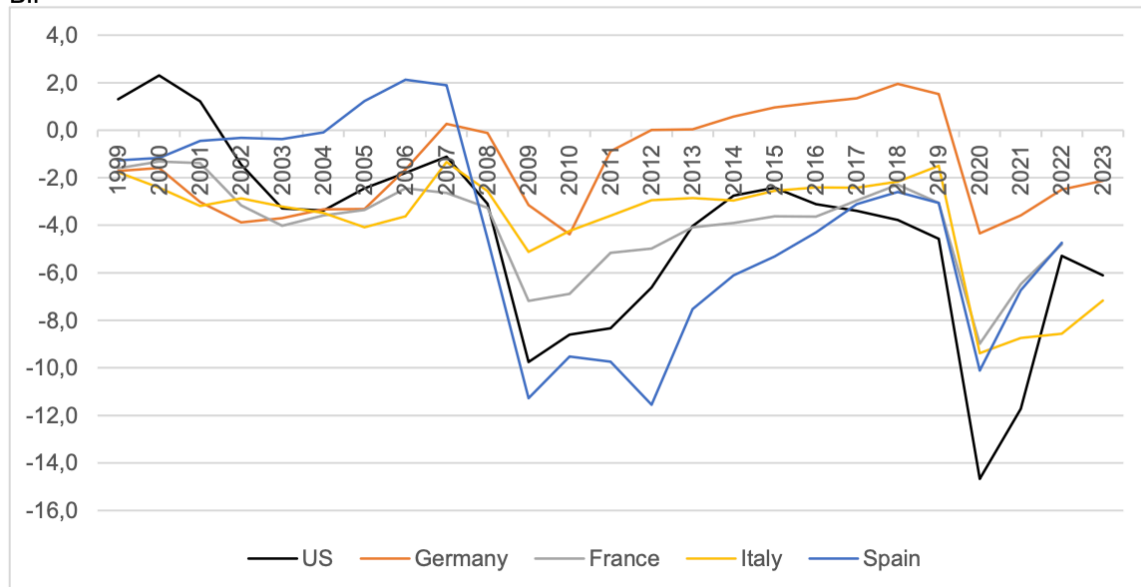


Quelle: Gouverneursrat des Zentralbanksystems, EZB

Rückblickend zeigt Abbildung 15, dass sich die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und in der Eurozone nicht wesentlich voneinander unterschieden hat. Es gibt zwei Hauptunterschiede. Zum einen beschloss die EZB unter der Leitung von Jean-Claude Trichet, die Zinssätze im Jahr 2011 als Reaktion auf die wieder anziehenden Energie- und Rohstoffpreise anzuheben. Zum anderen erhöhte die Federal Reserve Bank die Zinssätze Ende der 2010er Jahre als Reaktion auf die steigende Inflation in den USA. Von 1998 bis heute lagen die nominalen Zinssätze in den USA fast immer höher als im Euro-Währungsgebiet, allerdings fiel der Unterschied gering aus. Es scheint daher unwahrscheinlich, dass die Geldpolitik einen wesentlichen Beitrag zum höheren BIP-Wachstum in den USA geleistet hat.

„Sowohl die Quantität als auch die Qualität der Staatsausgaben sind für die europäische Wirtschaft von Bedeutung.“

Abbildung 16: Überschuss oder Defizit auf nationaler Ebene, verschiedene Länder, in Prozent des BIP



Quelle: US Office of Management and Budget, Weltwirtschaftsausblick des IWF

Größere Unterschiede zwischen der EU und den USA sind jedoch im fiskalpolitischen Bereich festzustellen. Was die Fiskalpolitik betrifft, so geht aus Abbildung 16 hervor, dass die USA durchweg höhere Haushaltsdefizite aufweisen als die EU-Länder.

„Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist das einzige große Problem, das aus dem Weg geräumt werden muss, damit die Wirtschaft der Eurozone florieren kann.“

Die Regierungen kontrollieren die Staatsausgaben im Rahmen des Haushaltsverfahrens auf föderaler, staatlicher und lokaler Ebene in einem mehr oder weniger ausgeprägten Umfang (vgl. Kelton 2020). In Zeiten der Rezession steigen die Sozialausgaben, die sich der Kontrolle der (Bundes-)Regierung entziehen. Außerdem sinken die Steuereinnahmen bei einer Rezession, wodurch sich das Defizit erhöht, ohne dass sich der haushaltspolitische Kurs einer Regierung zuvor geändert hätte. Jedes vom öffentlichen Sektor verzeichnete Haushaltsdefizit bedeutet einen Überschuss im nichtstaatlichen Sektor. Mit anderen Worten: Wenn die Regierung mehr ausgibt als sie an Steuern einnimmt, sammelt die übrige Wirtschaft Nettogeldvermögen an. Daher hat ein Anstieg der Staatsausgaben zwei Effekte, die in die gleiche Richtung zielen.

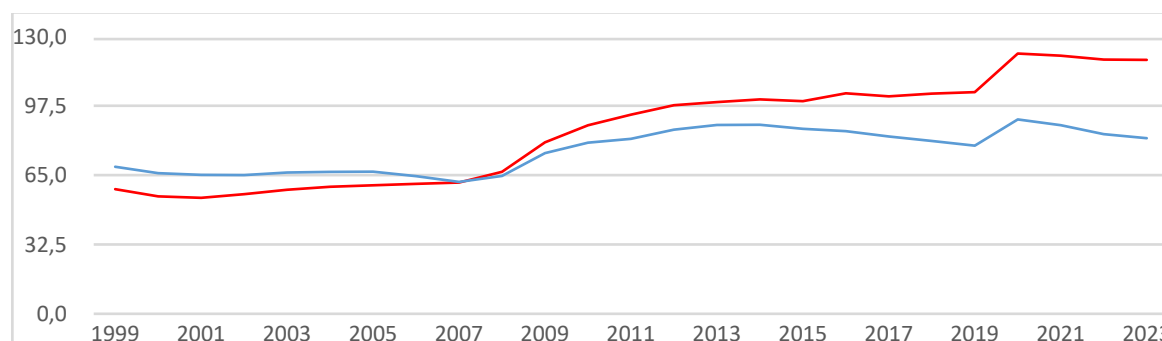
Eine Erhöhung des Einkommens wird Konsumausgaben veranlassen und gleichzeitig zur Bildung von Nettogeldvermögen führen. Es ist durchaus von Bedeutung, wie die Regierung

Gelder ausgibt, da dies auch zu einer Steigerung der Produktionskapazität führen kann.⁸ Bestände von Staatsanleihen häufen sich jedoch in hohem Maße in wohlhabenderen Haushalten. Diese geben zwar möglicherweise mehr für (Luxus-) Konsumgüter oder Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien aus, aber die relative Neigung, zusätzliches Einkommen auszugeben, ist in der Regel geringer als bei Haushalten mit mittlerem und niedrigem Einkommen. Daher wirken sich die Staatsausgaben in der Regel stärker und nachhaltiger auf das BIP aus, wenn sie mit einer progressiven Besteuerung oder sonstigen Umverteilungsmaßnahmen kombiniert werden.

Draghi sieht die Ursache für das geringere Vermögen der Haushalte in der EU im Vergleich zu denen der USA „in den geringeren Renditen, die die Haushalte auf ihre Vermögensbestände von den Finanzmärkten erhalten“ (vgl. S. 61). Eine alternative Betrachtungsweise würde die höheren Staatsdefizite in den USA in den Mittelpunkt rücken, die zu einem Anstieg des Nettogeldvermögens der Privatwirtschaft führen. Mit anderen Worten: Die steigenden Staatsausgaben mit einer steigenden Verschuldung der US-Regierung hat sich in makroökonomischer Hinsicht positiv ausgewirkt, auch wenn sie aufgrund der unzureichenden Besteuerung von Finanzvermögen über Vermögenswerte zu Ungleichheit beigetragen haben könnte. Derzeit belaufen sich die Zinszahlungen der Bundesregierung auf ihre Staatsschulden allein auf mehr als 1 Billion (!) USD pro Jahr. Schon dies ist mehr als die 800 Mrd. EUR, die im Draghi-Bericht empfohlen werden.

In einer stark finanzierten Wirtschaft können hohe Zinssätze, die von der Federal Reserve Bank festgelegt werden, zu höheren Ausgaben der Haushalte für Zinszahlungen führen. Die Verteilungseffekte sind beträchtlich. Anekdotische Evidenzen lassen darauf schließen, dass die Mehrheit der Hausverkäufe in Manhattan aktuell bezahlt und nicht finanziert wird (vgl. Kaysen und Koeze 2024). Welche der theoretischen Auswirkungen höherer Zinssätze überwiegt – dämpfende Wirkung auf Investitionen, Beschäftigung und Löhne oder beschleunigte Ausgaben durch wohlhabendere Haushalte – ist letztendlich eine empirische Frage.

Abbildung 17: Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP in der EU (blau) und den USA (rot), in Prozent



Quelle: AMECO und U.S. Office of Management and Budget [GFDEGDQ188S]

Abbildung 17 zeigt, wie sich die Haushaltsdefizite zu den Staatsschulden in den USA und der EU summiert haben. Zu Beginn der globalen Finanzkrise 2008/09 beliefen sich beide Variablen auf etwas mehr als 60 % des BIP. Seitdem hat die US-Bundesregierung mehr Nettogeldvermögen erzeugt als die europäischen Regierungen – fast über 40 % des BIP.

⁸ Unserer Ansicht nach sollte dies nicht überbewertet werden. Sozialtransfers führen nicht zu einer Steigerung der Produktionskapazität, was jedoch nicht bedeutet, dass öffentliche Investitionen dem öffentlichen Konsum vorzuziehen sind.

Derzeit beläuft sich das BIP der EU auf 17 Bio. EUR. 40 % davon wären 6,8 Bio. EUR. In den 15 Jahren zwischen 2008 und 2023 hätte dies eine Erhöhung der jährlichen Ausgaben um 453 Mrd. EUR zur Folge gehabt, höchstwahrscheinlich noch mehr. Ein zusätzlicher Euro, der von einer europäischen Regierung oder der Kommission ausgegeben wird, wird zusätzliche Cents an Konsumausgaben generieren, da der Privatsektor einen Teil seiner Einnahmen wieder ausgibt. Dadurch wird das BIP erhöht und das Defizit verringert. Folglich müsste die EU viel mehr als 453 Mrd. EUR pro Jahr ausgeben, um zu einem Haushaltsdefizit zu gelangen, das dem der USA entspräche. Dies ist ein enormer Unterschied in Sachen Wirtschaftspolitik.

„Der Weg nach vorne führt über eine Erhöhung der Staatsausgaben, um Ressourcen dorthin zu bringen, wo sie benötigt werden, um in die Zukunft zu investieren.“

Grund dafür ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP). Durch ihn werden die Haushaltsdefizite der Mitgliedstaaten auf 3 % des BIP begrenzt. In guten Zeiten mag dies kein Problem darstellen, doch in schlechten Zeiten erweist sich der Spielraum als unzureichend. Nach der globalen Finanzkrise und den Konjunkturmaßnahmen von 2009 ging Europa zu Sparmaßnahmen über, da es in Zeiten wirtschaftlicher Depression die Regeln des SWP durchsetzte. Die Senkung der Staatsausgaben und der Löhne im öffentlichen Sektor verschärfte die Depression, insbesondere in Ländern wie Italien und Griechenland. Die Bewertung durch das interne Evaluierungsbüro des IWF (2016) führte rückblickend zu dem Fazit, dass die vom IWF unterstützten Programme in Griechenland und Portugal zu optimistische Wachstumsprognosen enthielten. Demnach hätten realistischere Prognosen die voraussichtlichen Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung auf das Wachstum und die Schuldendynamik deutlich gemacht und es den Behörden ermöglicht, entsprechende Vorbereitungen zu treffen oder die europäischen Partner davon zu überzeugen, zusätzliche – und günstigere – Finanzierungsmöglichkeiten in Betracht zu ziehen.

Die politische Reaktion der EU auf die COVID-19-Pandemie war ein Schritt nach vorn (vgl. Ehnts und Paetz 2021). Während der Umgang mit der Pandemie selbst zu Recht umstritten ist, war die finanzpolitische Reaktion pragmatisch. Bereits im März 2020 hat die EZB reagiert und das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) aufgelegt. Gleichzeitig aktivierte die Kommission die allgemeine Ausstiegsklausel des SWP. Zusammengenommen bedeuteten diese Maßnahmen, dass die nationalen Regierungen Ausgaben tätigen konnten, ohne sich Sorgen machen zu müssen, dass ihnen das Geld ausgeht. Die EZB stellte die Nachfrage nach Staatsanleihen sicher, sodass die nationalen Regierungen ihre Konten bei der jeweiligen nationalen Zentralbank jederzeit auffüllen konnten (vgl. Ehnts 2016, Kapitel 6). Dies war keine neue Politik, sondern eine Fortsetzung der Rolle der EZB als Aufkäuferin von Staatsanleihen. Mario Draghi selbst schwenkte mit seiner berühmten „Whatever it takes“-Rede im Jahr 2012 auf diese Politik um.

„Die Zentralisierung birgt die Gefahr, dass sich die Finanzpolitik weiter von den Wählern in den Mitgliedstaaten entfernt.“

Die politische Reaktion auf die Pandemie öffnete die Tür zu einem neuen Paradigma, bei dem die Staatsausgaben die Missstände in der Gesellschaft angehen, anstatt sich an ein Niveau anzupassen, das mit nicht übermäßigen Haushaltsdefiziten vereinbar ist.

Die Aufhebung der Defizitgrenzen 2020 bedeutete, dass die nationalen Regierungen Ausgaben tätigen konnten, um Defizite in den Sozialsystemen, im Gesundheitswesen, im Unternehmenssektor insgesamt und bei der Beschäftigung (durch Urlaubsregelungen) zu beheben. Angesichts der begrenzten Ressourcen fielen die Ausgaben der Regierungen nicht exzessiv aus. Dies hätte zu einem Inflationsdruck und zu einer Verlagerung wertvoller Ressourcen aus dem privaten Sektor führen können, wozu es jedoch offenbar nicht gekommen ist. Der Wiederanstieg der Energiepreise verursachte den Inflationsschub, der die Weltwirtschaft in den Jahren 2022-2023 erschütterte. Seitdem haben sich die Inflationsraten normalisiert, sind nahezu in den Normalbereich zurückgekehrt oder liegen sogar darunter, obwohl die Reallöhne in einigen großen Volkswirtschaften wie Deutschland hinter der Entwicklung zurückbleiben (vgl. IAO 2022). Anekdotische Evidenz stützt die Annahme, dass höhere Zinssätze nicht entscheidend dazu beigetragen haben, die Inflationsraten zu senken. Japan ist das beste Beispiel dafür, denn dort wurden die Zinssätze während der gesamten Pandemie nahe Null gehalten. Im nächsten Abschnitt kehren wir zur theoretischen Dimension zurück, um herauszuarbeiten, wie die Angebots- und die Nachfrageseite einer Volkswirtschaft interagieren.

„Eine Zunahme der Aktivitäten des öffentlichen Sektors kann nicht durch eine Kapitalmarktunion ersetzt werden.“

4. Die Zukunft der Europäischen Union – ein zentralisierter Haushalt?

Die Reform des fiskalpolitischen Rahmens schien die perfekte Gelegenheit, die Regeln an die neue Normalität anzupassen. Eine Schuldenquote von 60 % des BIP ist für die meisten größeren Euro-Länder unrealistisch.⁹ Mit jedem Euro zusätzlicher Staatsverschuldung erhöht sich das Nettofinanzvermögen des nichtstaatlichen Sektors. Wie viel Nettofinanzvermögen für Vollbeschäftigung und Preisstabilität benötigt wird, ist a priori nicht klar. Es ist wahrscheinlich, dass die Antwort nicht für alle Mitgliedstaaten gleich ausfällt.¹⁰

Außerdem ist das Ziel eines Haushaltsdefizits von 3 % für dieses Jahrzehnt nicht realistisch. Zusätzliche Ausgaben des öffentlichen Sektors in Höhe von mehreren hundert Milliarden Euro könnten kurzfristig die öffentlichen Defizite erhöhen, aber in Zukunft Arbeitsplätze, eine nachhaltige Infrastruktur und höhere Steuereinnahmen schaffen. Die Aussetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts erwies sich als gute Wirtschaftspolitik; seine Reaktivierung Ende 2023 dürfte jedoch viele Mitgliedstaaten vor makroökonomische Probleme stellen.¹¹ Mit einer Kürzung der Staatsausgaben im Jahr 2025 würde sicherlich

⁹ Siehe Europäische Kommission (2024b).

¹⁰ Eine europäische Beschäftigungsgarantie würde dieses Problem lösen (vgl. Cruz et al. 2019).

¹¹ Im Juli nahm der Rat Beschlüsse an, in denen er das Bestehen übermäßiger Defizite in Belgien, Frankreich, Italien, Ungarn, Malta, Polen und der Slowakei feststellte. Im Fall Rumäniens ist das Verfahren ist noch nicht abgeschlossen.

jeglicher noch vorhandenen wirtschaftlichen Dynamik in der europäischen Wirtschaft der Wind aus den Segeln genommen.

Draghi argumentiert, dass die Erhöhung der Investitionen teils vom Privatsektor, teils von der EU und den nationalen Regierungen finanziert werden sollte (vgl. S. 61 f.). Das klingt nach einer wirtschaftlich vernünftigen Idee. Allerdings macht der EU-Haushalt nur etwa ein Prozent des BIP der EU aus und ist daher zu klein, um eine nennenswerte Wirkung zu erzielen. Die meisten öffentlichen Investitionen in der EU werden auf nationaler Ebene getätigt. Selbst private Investitionen dürften die Wirtschaft nicht automatisch ankurbeln, da ihnen eine erhöhte Nachfrage durch höhere Staatsausgaben und damit bessere wirtschaftliche Erwartungen vorausgehen muss. Unserer Ansicht nach ist das Haupthindernis für Unternehmensinvestitionen in der EU die mangelnde Nachfrage, nicht der Mangel an Finanzmitteln. Die EZB (2024, S. 12) kommt zu dem gleichen Schluss und argumentiert, dass „[w]ährend die angebotsseitigen Beschränkungen nachgelassen haben, die schwache Nachfrage zum größten Gegenwind für die europäischen Hersteller geworden ist“. Ein größerer EU-Haushalt erscheint derzeit – trotz der wirtschaftlichen Argumente für einen zentralisierten Haushalt in einer heterogenen Währungsunion – weder realistisch noch erwünscht zu sein. Die institutionelle Gestaltung der EU und ihrer Verträge zeigt eine starke Tendenz hin zu einer negativen Marktintegration, die fest in Regeln verankert ist, welche die Wirtschafts- und Haushaltspolitik künstlich einschränken. Während der Eurokrise waren die EU-Mittel häufig an nachfragesenkende Reformen der Troika wie Privatisierungen und Lohn- und Rentenkürzungen gebunden. Aufgrund der Heterogenität der Volkswirtschaften in der EU und der übermäßig komplexen und zentralisierten Bürokratie der fiskalpolitischen Überwachung gibt es in den Mitgliedstaaten starken politischen Widerstand gegen Transfers oder eine Finanzverwaltung der EU.

Obwohl es durchaus wirtschaftliche Argumente für einen zentralisierten Haushalt gibt, birgt eine Zentralisierung auf politischer Ebene die Gefahr, dass sich die Finanzpolitik weiter von den Wählern in den Mitgliedstaaten entfernt. Da der multilaterale europäische politische Prozess sehr komplex und weniger in den nationalen Demokratien verankert ist, besteht bei einer Zentralisierung des Haushalts die Gefahr, dass die demokratische Kontrolle über die Finanzpolitik geschwächt wird. Eine Wirtschaftspolitik, die die Gesamtnachfrage und das wirtschaftliche Wohlergehen der Mehrheit der Bürgerinnen und Bürger stabilisiert, setzt jedoch voraus, dass die finanzpolitischen Entscheidungsträger nicht von demokratischen Prozessen isoliert werden.

5. Fazit

Die Analyse im Draghi-Bericht erweist sich als nicht stichhaltig. Empirische Daten liefern keine Anhaltspunkte für eine grundlegende Produktivitätslücke zwischen den USA und der EU. Darüber hinaus wird das Postulat, die wirtschaftlichen Probleme der EU seien in erster Linie auf Defizite bei der Produktivität und der Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen, vom empirischen Datenmaterial nicht gestützt. Vielmehr haben die USA ein Drittel ihrer Arbeitsplätze in der Industrie verloren und große Mühe, diese zurückzugewinnen. Die Betrachtung der Nachfrageseite bietet jedoch wertvolle Lehren für die EU und ihre wirtschaftlichen Probleme. Höhere Staatsausgaben können dazu beitragen, die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen und damit die Produktion zu erhöhen, was wiederum zu einem Anstieg der Produktivität führt (sofern Skalenerträge erzielt werden).

Eine Steigerung der Aktivitäten des öffentlichen Sektors kann nicht durch eine Kapitalmarktunion ersetzt werden. Anonyme Investoren, die nur wenig Kenntnis von fragmentierten europäischen Märkten haben, sind anfällig für Herdenverhalten, Informationsasymmetrien und wirken somit prozyklisch auf die Konjunktur (vgl. Rothschild und Stiglitz 1976). Die Struktur der europäischen Märkte ist stärker fragmentiert als in den USA, die ein einheitliches Sprach-, Rechts- und politisches System aufweisen. Die Unternehmen in Europa sind im Durchschnitt kleiner. Da die Finanzierung über den Kapitalmarkt für KMU oft zu kostspielig ist, spielen Banken eine wichtigere Rolle bei der Unternehmensfinanzierung (vgl. De Masi 2015a, 2015b, Hache 2015).

Der nächste logische Schritt wäre eine (erneute) Überprüfung des fiskalpolitischen Rahmens und der Rolle der EZB. Als Teil des Eurosystems, welches das Monopol für die Bereitstellung von Euro hat, legt die EZB den Zinssatz fest. Höhere Zinssätze bedeuten, dass Unternehmen höhere Gewinne erzielen müssen, da sie die Zinsen aus den Gewinnen zahlen. Andernfalls müssten sie mehr Kredite aufnehmen, um bestehende Schulden zu refinanzieren, was die finanzielle Instabilität erhöhen würde. Es gibt gute Argumente für eine Rückkehr zu den niedrigen Zinssätzen der 2010er-Jahre. Die nationalen Zentralbanken, die Mitglieder des Eurosystems sind, fungieren als Banken für ihre jeweiligen Regierungen, indem sie Zahlungen leisten und Anleiheerlöse gutschreiben sowie Steuerzahlungen auf Staatskonten vornehmen. Bei steigenden Zinssätzen strömen Kapitalerträge zu den Inhabern von Staatsanleihen, was zu einer zunehmenden Ungleichheit führt. Die Fiskalpolitik scheint eine viel bessere Lösung für die heutigen Probleme zu bieten als die Ausgabe von leistungslosen Einkommen an die Inhaber von Staatsanleihen.

Der nächste logische Schritt wäre eine (erneute) Überprüfung des finanzpolitischen Rahmens und der Rolle der EZB.

Im Verlauf der Pandemie hat sich gezeigt, dass es möglich ist, die Staatsausgaben im Sinne eines „Whatever it takes“-Ansatzes so weit zu erhöhen, wie es nötig ist. Finanzmärkte können Sektoren finanzieren, die Mehrwert schaffen und dennoch Gewinne erzielen. Ein Anstieg der Staatsausgaben würde private Investitionen mobilisieren, da Unternehmen ihre Produktion steigern, um staatliche Aufträge zu erfüllen. Dies geschieht in den USA. Angesichts der Ungewissheit über die Zukunft dürften viele Investitionen jedoch nicht sofort Gewinne abwerfen. Wie Mario Draghi aufzeigt, dürfte eine Kombination aus höheren Staatsausgaben auf nationaler Ebene und mehr Ausgaben auf europäischer Ebene die notwendigen Investitionen ermöglichen. Diese Debatte ist von entscheidender Bedeutung. Es gibt keine einfache Lösung, da jede Änderung politische Auswirkungen hat.

Kurzfristig könnten drei Optionen umgesetzt werden. Die erste Option besteht darin, die allgemeine Ausstiegsklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu reaktivieren. Dies würde es den Mitgliedstaaten ermöglichen, die oben genannten Probleme anzugehen: den Mangel an Investitionen. Dies hat im Zusammenhang mit der makroökonomischen Erholung nach der Pandemie sehr gut funktioniert. Gründe für die Aktivierung der allgemeinen Ausweichklausel könnten die außergewöhnlichen wirtschaftlichen Schocks aufgrund des anhaltenden Krieges in der Ukraine, die Unsicherheit im Nahen Osten und die Anpassung an den Klimawandel sein. Unter diesen Umständen sind die derzeitigen Haushaltsregeln undurchführbar.

Eine zweite Option wäre die Einführung einer goldenen Regel, nach der bestimmte öffentliche Investitionen von der Berechnung der jeweiligen Defizite und Schulden des öffentlichen Sektors im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausgenommen würden. Die EU würde die unter die goldene Regel fallenden Investitionen definieren und überwachen, um sicherzustellen, dass das Geld gut angelegt wird. Dies wird bereits im

Zusammenhang mit dem militärischen Sektor erörtert. Es ist jedoch widersprüchlich, Militärausgaben wie Rüstungsausgaben vom Stabilitäts- und Wachstumspakt auszunehmen. Es ist jedoch widersprüchlich, Militärausgaben wie Rüstung vom Stabilitäts- und Wachstumspakt auszunehmen und gleichzeitig zivile Investitionen zu kürzen.. Eine friedliche Nutzung der fiskalischen Kapazität des Staates könnte im Sinne einer missionsorientierten Wirtschaft (vgl. Mazzucato 2021) erfolgen, um die Defizite der europäischen Gemeinschaften zu beheben.

Optionen für die Europäische Union:

- Reaktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts
- Einführung einer goldenen Regel, die bestimmte öffentliche Investitionen von den Berechnungen ausschließt
- Ausgabe von EZB-Anleihen, die Staatsanleihen ersetzen und die Debatte von der Staatsverschuldung auf „Missionen“ verlagern

Eine dritte Option, die zu einer Politik höherer Staatsausgaben auf Ebene der Mitgliedstaaten oder der EU beitragen könnte, ist die Emission von EZB-Anleihen (vgl. Wyplosz 2023). Die EZB würde Staatsanleihen der Mitgliedstaaten gegen EZB-Anleihen tauschen, bei denen kein Ausfallrisiko besteht: Christine Lagarde zufolge werde das Eurosystem als einziger Emittent von auf Euro lautendem Zentralbankgeld bei Bedarf immer zusätzliche Liquidität generieren können (vgl. Reuters 2020). Damit würde der Debatte über die „Haftungsunion“ ein Ende gesetzt, indem sichergestellt wird, dass kein Mitgliedstaat jemals einen einzigen Euro zahlen muss, wenn ein anderer Mitgliedstaat zahlungsunfähig wird.

Jede Alternative sollte sich darauf konzentrieren, dass die EU Defizite bei der Bereitstellung öffentlicher Güter und Dienstleistungen angeht. Ein europaweites Hochgeschwindigkeitsbahnnetz wäre sicherlich eine gute Idee. Dies würde bedeuten, dass die EU ihre makroökonomische Denkweise von einem Sparkurs zu einem auftragsorientierten Ansatz ändert, der sich auf verfügbare (nachhaltige) Ressourcen konzentriert.

Literaturverzeichnis

- Assa, J. (2016). *The Financialization of GDP: Implications for Economic Theory and Policy*. London: Routledge.
- Assa, J. (2018). Finance, social value, and the rhetoric of GDP, *Finance and Society* 4(2): 144-58
- BEA (2008). Why does GDP include imputations? <https://www.bea.gov/help/faq/488>
- Braun, B., D. Di Carlo, S. Diessner and M. Düsterhöft (2024). Structure, Agency, and Structural Reform: The Case of the European Central Bank. *Perspectives on Politics*. doi:10.1017/S1537592723002992
- Coutts, K. and G. Gudgin (2015). The Macroeconomic Impact of Liberal Economic Policies in the UK. CBR Special Report. <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2023/04/cbr-specialreport-macroeconomicimpactofliberalpoliciesintheuk.pdf>
- Coy, P. (2022). This Guy Says the Fed Has Got Everything Precisely Backward, <https://www.nytimes.com/2022/08/15/opinion/interest-rates-federal-reserve.html>
- Cruz, E., D. Ehnts and P. Tcherneva (2019). Completing the Euro: The Euro Treasury and the Job Guarantee, *Revista de Economía Crítica* 27(1), 100-111
- De Masi, F. (2015a). Capital Markets Union package risks creating conditions for another financial crisis, press release, <https://www.fabio-de-masi.de/de/article/598.capital-markets-union-package-risks-creating-conditions-for-another-financial-crisis.html>
- De Masi, F. (2015b). Current economic and monetary union likely to fail, *The Parliament*, <https://www.theparliamentmagazine.eu/news/article/current-economic-and-monetary-union-likely-to-fail>
- Deaton, A. (2024). Rethinking my Economics. *IMF Finance & Development Magazine* March 2024, <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2024/03/Symposium-Rethinking-Economics-Angus-Deaton>
- Draghi, M. (2024). The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf
- Ehnts, D. (2016). *Modern Monetary Theory and European Macroeconomics*, Routledge
- Ehnts, D. and M. Paetz (2021). COVID-19 and its economic consequences for the Euro Area, *Eurasian Economic Review* 11(2), 227-249
- EIB (2024). Dynamics of productive investment and gaps between the United States and EU countries, EIB Working Paper 2024/01, <https://www.eib.org/en/publications/20230381-economics-working-paper-2024-01>
- Eiteman, W. and G. Guthrie (1952). The Shape of the Average Cost Curve. *American Economic Review* 42(5), 832-838
- Europäische Kommission (2024a). EU competitiveness: Looking ahead, https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_de
- Europäische Kommission (2024b). Report on Public Finances 2023, Institutional Paper 295, https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/0aaf8190-b9fe-46b2-9dac-912b98bef0da_en?filename=ip295_en_0.pdf
- Galbraith, J. (2023). The Gift of Sanctions: An Analysis of Assessments of the Russian Economy, 2022 – 2023. INET working paper 204, https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_204-Galbraith-Russia-Sanctions.pdf
- Garcia, Cardiff (2017). When Keynes Pondered Malthus, <https://www.ft.com/content/52aaeb87-1ab1-3eda-93fa-81d2ad90e5c3>
- Hache, F. (2015). Capital Markets Union in 5 Questions. *Finance Watch* March 2015, https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2018/08/Finance-Watch_CMU-in-5-questions.pdf

- IAO (2022). Global Wage Report 2022-23 - The impact of Covid-19 and inflation on wages and purchasing power, <https://webapps.ilo.org/digitalguides/en-gb/story/globalwagereport2022-23#home>
- IWF (2016). The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal, Independent Evaluation Office Reports, <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781475525144/9781475525144.xml>
- Kaysen, R. and E. Koeze (2024). In Manhattan Real Estate, Cash Is Everything. <https://www.nytimes.com/2024/07/06/upshot/manhattan-real-estate-cash.html>
- Kelton, S. (2020). *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, Public Affairs
- Krugman, P. (1994). Competitiveness: A Dangerous Obsession, *Foreign Affairs* 73(2), 28-44
- Levy, D., M. Farnham and S. Rajan (2008). Where Profits Come From. Answering the Critical Question that Few Ever Ask, JeromeLevyForecastingCenter, LLC
- Mazzucato, M. (2021). *Mission Economy: A Moonshot Guide to Changing Capitalism*. Harper Business
- Offner, A. and G. Söderberg (2017). *The Nobel Factor: The Prize in Economics, Social Democracy, and the Market Turn*. Princeton University Press
- PBS (2004). Is Wal-Mart good for America? <https://www.pbs.org/wgbh/frontline/documentary/showswalmart/>
- Reuters (2020). ECB can't go bankrupt even if it suffers losses. <https://www.reuters.com/article/business/ecb-cant-go-bankrupt-even-it-suffers-losses-idUSKBN27Z12Z/>
- Rothschild, M. and J. Stiglitz (1976). Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, *Quarterly Journal of Economics* 90 (4), 629-649
- Tori and Onaran (2017). The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK, *Greenwich Papers in Political Economy* 18056
- Tran, H. (2023). Financialization has increased economic fragility. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/financialization-has-increased-economic-fragility/>
- Verdoorn, P J (1980). Verdoorn's Law in Retrospect: A Comment, *Economic Journal* 90(358), 382-85
- Weber, I. and E. Wasner (2023). Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency?, *Review of Keynesian Economics* 11(2), 183-213
- Wyplosz, C. (2023). Big central banks and big public debts - The next challenges, Monetary Dialogue Papers, https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/274636/Final_Wyplosz_Sept_2023.pdf