

# Die fiskalpolitische Governance der Eurozone ist reformbedürftig

CLEMENS FUEST

Europa kommt aus den Krisen nicht heraus. Seit fast sieben Jahren prägt die Verschuldungskrise im Euroraum die wirtschaftliche Entwicklung. Im vergangenen Jahr kam die Migrationskrise dazu, und nun hat der Brexit die Europäische Union (EU) erschüttert. Sowohl die EU als auch die Eurozone sind reformbedürftig. Im Folgenden wird der Stand der ökonomischen Anpassungen nach der Finanzkrise und dem Ausbruch der Verschuldungskrise diskutiert und das Reformkonzept der „Accountability Bonds“ erläutert, einer neuen Klasse von Staatsanleihen, die dazu beitragen soll, die fiskalische Governance in der Eurozone zu verbessern.<sup>1</sup>

## Wirtschaftliche Anpassungen und die Konsolidierung der Staatsfinanzen

Die weltweite Finanzkrise und die im Jahr 2009 ausgebrochene Verschuldungskrise im Euroraum haben zu einem Einbruch des Wirtschaftswachstums geführt, von dem sich die Eurozone insgesamt nur sehr zögerlich erholt. Erst im Jahr 2015 hat die Eurozone die Wirtschaftsleistung des Vorkrisenjahres 2008 wieder erreicht. Allerdings sind die Entwicklungen unter den Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich. Deutschland hat sich vergleichsweise schnell stabilisiert und schon im Jahr 2011 die Wirtschaftsleistung des Jahres 2008 wieder übertroffen. Andere Mitgliedstaaten sind davon noch weit entfernt. Das gilt nicht nur für Griechenland. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) Italiens liegt heute 7 % unterhalb des Niveaus des Jahres 2008 und nicht höher als bei Einführung des Euro.

Deutliche Anpassungen hat es bei den Leistungsbilanzdefiziten gegeben. Alle Peripheriestaaten weisen mittlerweile eine annähernd ausgeglichene Leistungsbilanz auf oder sogar Leistungsbilanzüberschüsse. Das ist vielfach mit Konsumverzicht und sinkenden Importen erkaufte worden, teilweise aber auch mit gesteigerten Exporten. Im Bereich der Lohnstückkosten, einem

wichtigen Indikator für wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit, hat es in Spanien, Portugal, Griechenland und Irland erhebliche Anpassungen gegeben. Diese Anpassungen sind aber vielfach zulasten eines Rückgangs der Beschäftigung erreicht worden. Kaum Rückgänge der Lohnstückkosten gibt es in Italien und Frankreich zu verzeichnen; dort hat es weniger Entlassungen gegeben, aber eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft wurde nicht erzielt. In Deutschland steigen die Lohnstückkosten seit einigen Jahren schneller als vor der Krise, was immerhin dazu beiträgt, Differenzen in der Wettbewerbsfähigkeit abzubauen.

Die Entwicklung des Bankensektors in den verschiedenen Mitgliedstaaten ist sehr heterogen. Ein ungelöstes Problem sind die nach wie vor hohen und wachsenden notleidenden Kredite, die in Italien und Portugal gut 15 % der gesamten Kredite ausmachen. Hier besteht dringender Handlungsbedarf.

Ermüdungserscheinungen zeigen sich bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen. Die Staatsschuldenquote im Euroraum insgesamt ist von 65 % des BIP im Jahr 2007 auf knapp 95 % im Jahr 2014 angestiegen. Die laufenden Budgetdefizite, die in der Krise sehr stark angeschwollen waren, sind in vielen Ländern bis zum Jahr 2014 teils erheblich reduziert worden. Die Bereitschaft, diesen Konsolidierungskurs weiterzuführen, schwindet jedoch. In Spanien wird das um Konjunktureffekte bereinigte Budgetdefizit von 1,7 % des BIP im Jahr 2014 nach Schätzungen der Europäischen Kommission bis 2017 auf 2,5 % ansteigen, in Portugal im gleichen Zeitraum sogar von 1,4 auf 3,5 %. Die Defizite steigen wieder, obwohl die Belastung der Staatshaushalte mit Zinskosten in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen ist.

Diese Entwicklung ist mit den fiskalpolitischen Regeln, welche die Mitgliedstaaten sich gegeben haben, nicht vereinbar. Der Europäische Fiskalpakt verlangt, dass alle Mitgliedstaaten ihre

Budgetdefizite schrittweise auf 0,5 % des BIP reduzieren. Die Widerstände gegen eine weitere Rückführung der Defizite steigen aber. Politiker wie der italienische Ministerpräsident Matteo Renzi sprechen sich öffentlich immer wieder für eine Abkehr von der Konsolidierungspolitik aus. Das wirft die Frage auf, ob die Governance der Fiskalpolitik in der Eurozone noch funktionsfähig ist und wie sie reformiert werden könnte.

## Die Governance der Fiskalpolitik in der Eurozone funktioniert nicht

Die Governance der Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone beruht auf zwei Säulen: Die erste Säule ist die Europäische Zentralbank (EZB). Die EZB ist unabhängig und hat ein klares Mandat: Sie soll für Preisniveaustabilität sorgen. Die Finanzierung von Staatshaushalten ist ihr verboten. Die zweite Säule ist der Europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt. Er sieht vor, dass die Mitgliedstaaten eine solide Fiskalpolitik verfolgen und die Staatsverschuldung begrenzen. Die Staatshaushalte sollen ausgeglichen sein. Die Budgetdefizite dürfen maximal 3 % des BIP betragen. Diese Grenze war als Obergrenze in Krisenzeiten gedacht. Die Mitgliedstaaten sollten ihre Haushalte in normalen Zeiten ausgleichen, aber bei schlechter Konjunktur die Möglichkeit haben, Defizite bis zu einer Höhe von maximal 3 % zuzulassen. Im 1997 vereinbarten Stabilitäts- und Wachstumspakt (Erwägungsgrund 4) ist das so formuliert: „Indem die Mitgliedstaaten an dem mittelfristigen Ziel eines nahezu ausgegli- ▶

<sup>1</sup> Anm. der Redaktion: Dieser Beitrag wurde initiiert durch ein Streitgespräch, das am 27. Januar 2016 an der Hochschule für Wirtschaft und Recht (HWR) in Berlin zwischen Clemens Fuest und Stephan Schulmeister zum Thema „Soziales Europa oder ‚marktgerechte Demokratie?‘“ stattgefunden hat. Vgl. dazu auch den Beitrag von Schulmeister in diesem Heft.

chenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses festhalten, können sie normale Konjunkturschwankungen bewältigen und zugleich bewirken, dass das Defizit des öffentlichen Haushalts innerhalb des Referenzwerts von 3 % des BIP gehalten wird.“

Nach dem Ausbruch der Verschuldungskrise im Euroraum wurden die fiskalpolitischen Regeln ergänzt. Der im Jahr 2012 zusammen mit dem Rettungsschirm „Europäischer Stabilitätsmechanismus“ (ESM) beschlossene Europäische Fiskalpakt sieht auch ausgeglichene Staatshaushalte vor. Konkretisiert wurde das durch die Vorgabe einer Begrenzung des strukturellen Haushaltsdefizits auf höchstens 0,5 % des BIP. In den Jahren seit der Gründung der Währungsunion haben fast alle Mitgliedstaaten immer wieder gegen die Verpflichtung zu ausgeglichenen Staatshaushalten verstoßen und auch die Höchstgrenze für Budgetdefizite von 3 % des BIP immer wieder überschritten. In der EU insgesamt ist diese Grenze im Zeitraum 1999–2014 159-mal überschritten worden. 50 dieser Überschreitungen konnten durch ein sinkendes Bruttoinlandsprodukt gerechtfertigt werden. In den anderen 109 Fällen gab es aber keine solche Rechtfertigung. Sanktionen wurden dennoch nie verhängt. Stattdessen wurden die Regeln zunehmend aufgeweicht. Wenn Staaten bestimmte öffentliche Investitionen tätigen oder Strukturreformen durchführen, gibt es Ausnahmen. Dass einzelne Mitgliedstaaten Zusagen, die sie in ihren Stabilitätsprogrammen machen, nicht einhalten, ist eher die Regel als die Ausnahme. Konsequenzen hat das bis heute praktisch keine.

Diese Fehlentwicklungen werfen die Frage auf, wie der institutionelle Rahmen der Währungsunion reformiert werden kann. Reformkonzepte aus den europäischen Institutionen wie beispielsweise der „Vier-Präsidenten-Bericht“ oder der „Fünf-Präsidenten-Bericht“ schlagen vor, die Koordination der Fiskalpolitik und der Wirtschaftspolitik insgesamt auszuweiten und gleichzeitig fiskalische Versicherungsmechanismen wie etwa eine europäische Arbeitslosenversicherung zu erreichen sowie eine Solidarhaftung für Staatsschulden einzuführen.

Da die bestehenden, mehrfach reformierten Koordinations- und Überwachungsverfahren schlecht funktionieren, muss man bezweifeln, dass ihre Wirksamkeit ohne eine grundlegende Neuorientierung gesteigert werden kann. Sicherlich wären sie zu schwach, um die mit einer erweiterten gemeinsamen Haftung einhergehenden Anreize zu höherer Staatsverschuldung zu neutralisieren.

## Accountability Bonds: Ein Vorschlag zur Reform der fiskalpolitischen Governance

Durch Eingriffe der Europäischen Zentralbank während der Krise, insbesondere durch das Programm „Outright Monetary Transactions“ (OMT), sind marktliche Disziplinierungsmechanismen für die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten weitgehend ausgeschaltet worden. Das hatte den Vorteil, den Krisenstaaten mehr Zeit zu verschaffen, ihre Finanzen zu sanieren und sich wirtschaftlich zu erholen. Es zeichnet sich aber ab, dass die damit verbundenen Fehlanreize zu wieder wachsender Staatsverschuldung wirksam werden. Deshalb ist es notwendig, Elemente der Marktdisziplinierung mit den Verfahren der fiskalpolitischen Koordination zu kombinieren. Das leistet das Konzept der „Accountability Bonds“.

Dabei handelt es sich um eine neue Form von Staatsanleihen mit folgenden Eigenschaften: Sie sind gegenüber „normalen“ Anleihen nachrangig. Sie fallen endgültig aus, falls es bei normalen Anleihen Ausfälle gibt oder falls ein Land ein ESM-Programm beginnt. Außerdem gibt es, wenn die Staatsschuldenquote eines Landes 120 % des BIP überschreitet, ein Zinsmoratorium und automatische Prolongation, bis die Schuldenquote wieder unterschritten wird. Accountability Bonds werden nicht von der EZB erworben. Von Banken dürfen sie nur gehalten werden, wenn sie mit hinreichend Eigenkapital unterlegt sind.

Entscheidend ist, wann die neuen Bonds emittiert werden müssen. Die Mitgliedstaaten der Eurozone verpflichten sich, unter folgenden Bedingungen Accountability Bonds auszugeben. Im Europäischen Fiskalpakt haben die Mitgliedstaaten der Eurozone (und alle EU-Staaten außer Tschechien und dem Vereinigten Königreich) sich verpflichtet, das strukturelle Haushaltsdefizit auf 0,5 % des BIP zu beschränken. Staaten, deren Defizit das mittelfristige Budgetziel überschreiten, finanzieren die *überschießende Verschuldung* mit Accountability Bonds. Spanien beispielsweise weist im Jahr 2015 ein Haushaltsdefizit von 2,5 % auf. Das Land müsste also Schulden in Höhe von 2 % des BIP in Form von Accountability Bonds aufnehmen. Staaten, die sich an die gemeinsam vereinbarten Defizitregeln halten, müssten keine Accountability Bonds einsetzen. Die neuen Bonds haben eine Laufzeit von fünf Jahren. Sie werden überrollt, solange Staaten eine Verschuldungsquote in „normalen Anleihen“ von über 60 % des BIP haben. Für die bereits ausstehenden Staatsanleihen ändert sich gegenüber dem Status quo nichts.

Die Regel, dass Staaten mit überschießenden Budgetdefiziten Accountability Bonds ausgeben müssen, hat das Problem, dass sie prozyklisch wirken kann. In Krisen kann es schwierig sein, die Bonds zu platzieren. Um zu verhindern, dass Staaten gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nachrangige Anleihen ausgeben müssen, können durch die Emission einer „Reserve“ in besseren Zeiten Vorkehrungen getroffen werden. Klar ist, dass Staaten mit aktuell hohen Budgetdefiziten und Schuldenständen Übergangsregeln in der Form ergreifen müssten, dass für einige Jahre höhere, aber verbindliche und sinkende Grenzen für die mit herkömmlichen Anleihen zu finanzierenden Haushaltsdefizite gelten.

Wo liegt der Unterschied zu anderen Konzepten, die mit vor- und nachrangigen Staatsanleihen oder Elementen einer partiellen Solidarhaftung arbeiten? Accountability Bonds setzen zum einen nicht an Bestandsgrößen, sondern an Stromgrößen (laufendes Defizit) an. So wird vermieden, dass größere Bestände an Staatsanleihen plötzlich nachrangig werden, hohe Kursverluste erleiden und kaum refinanzierbar werden. Zum anderen beinhaltet das Konzept der Accountability Bonds keinerlei neue Elemente einer Solidarhaftung für Staatsschulden, die in vielen anderen Konzepten eine Rolle spielt.

Welche Investoren könnten bereit sein, diese Bonds zu kaufen? Es gibt Investoren, die Anleihen erwerben, welche mehr oder weniger hohe Ausfallrisiken haben, beispielsweise konvertierbare Bankanleihen (Cocos) oder Mittelstandsanleihen, die hohe Risiken aufweisen. Natürlich würde die Möglichkeit, Accountability Bonds abzusetzen, vom emittierenden Land abhängen. Für Anleihen aus Deutschland oder auch Frankreich gäbe es sicherlich Absatzmöglichkeiten. Höher verschuldete Länder könnten Schwierigkeiten haben, Investoren zu finden. Diese Länder wären dann gezwungen, Maßnahmen zu ergreifen, damit sie die europäischen Fiskalregeln wieder einhalten. Genau das ist das Ziel. Sie könnten auch einen Antrag für ein ESM-Programm stellen, aber dieses Programm würde vermutlich ebenfalls eine schnelle Rückkehr zur Einhaltung der gemeinsam vereinbarten Regeln erzwingen.

Welche Verbesserung der fiskalpolitischen Governance wird mit Accountability Bonds erreicht?

(1) Die bestehenden Fehlanreize zu erhöhter Staatsverschuldung, die durch Elemente der Solidarhaftung (ESM, OMT-Programm der EZB) verursacht werden, würden zumindest teilweise korrigiert. Die Kosten einer Verschul-

derung über die auf europäischer Ebene vereinbarten Grenzen hinaus werden dem Verursacher angelastet.

(2) Die Steuerzahler werden davor geschützt, für die Überschuldung anderer Länder haften zu müssen.

(3) Die europäische Koordination und Überwachung der Fiskalpolitik wird gestärkt. Für die Mitgliedstaaten der Eurozone wird es deutlich schwerer und teurer, Vorgaben der europäischen Koordination der Fiskalpolitik zu missachten.

(4) Inhaber von Staatsanleihen werden an den Kosten von Überschuldungskrisen beteiligt.

(5) Eine Destabilisierung des gesamten Marktes für Staatsanleihen, die bei einem plötzlichen Übergang zu umfassenderen Insolvenzregeln für Staaten drohen würde, wird verhindert.

### Schlussfolgerungen

Reformen der fiskalpolitischen Regeln allein werden die Überwindung der wirtschaftlichen Krise des Euroraums nicht leisten können. Das erfordert Reformen in vielen Bereichen der Wirtschaftspolitik, nicht nur in der Fiskalpolitik. Eine funktionierende Governance ist dennoch ein wichtiges Element. Eine weitere Aufweichung der gemeinsamen Verschuldungsregeln würde letztlich zu weichen Budgetrestriktionen führen, die

mit einer stabilen Entwicklung der Eurozone unvereinbar sind. ■

### AUTOR

**CLEMENS FUEST**, Prof. Dr., ist Präsident des ifo Institut – Leibnitz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V., Direktor des Center for Economic Studies (CES) der Ludwig-Maximilians-Universität (LMU) München und Professor für Volkswirtschaftslehre an der LMU. Arbeitsschwerpunkte: Wirtschafts- und Finanzpolitik, Internationale Besteuerung, Steuerpolitik, Transfers und Arbeitsmärkte, Europäische Integration.

 [fuest@ifo.de](mailto:fuest@ifo.de)