



Prof. Dr. Clemens Fuest
Präsident des ifo Instituts

Abstract

Bei der Überwindung der Verschuldungskrise im Euroraum hat es Fortschritte gegeben, aber nach wie vor besteht Anpassungsbedarf. Bei den Anstrengungen zur Sanierung der Staatsfinanzen zeigen sich Ermüdungserscheinungen und politische Widerstände. Die fiskalpolitische Governance, also die Koordinierung der Fiskalpolitik und die Überwachung und Korrektur der Schuldenpolitik, hat erhebliche Mängel. Der Europäische Fiskalpakt sieht vor, dass die Mitgliedstaaten ihre Haushaltsdefizite in Richtung der Höchstgrenze eines strukturellen, also um Konjunkturreffekte bereinigten Defizits von 0,5% des BIP abbauen. Tatsächlich steigen die strukturellen Defizite in vielen Ländern.

Deshalb ist es erforderlich, die fiskalpolitischen Regeln weiter zu reformieren. Dabei darf es nicht um eine weitere Aufweichung der Verschuldungsregeln gehen. Das Ziel besteht darin, ihre Wirksamkeit zu steigern. In diesem Vortrag wird vorgeschlagen, eine neue Klasse von nachrangigen Staatsanleihen (Accountability Bonds) einzuführen.¹ Accountability Bonds stellen die Zinszahlungen ein und ihre Laufzeit verlängert sich automatisch, wenn die Schuldenquote eines Landes 120% des BIP übersteigt. Sie verlieren ihren Wert endgültig, wenn das emittierende Land ein ESM-Programm beginnt. Mitgliedstaaten, deren laufendes strukturelles Defizit die Höchstgrenze von 0,5% des BIP überschreitet, müssen die überschießende Verschuldung durch Accountability Bonds finanzieren.

Durch Accountability Bonds wird verhindert, dass einzelne Mitgliedstaaten über den Weg solidarischer Haftung im Rahmen von ESM-Programmen oder durch Anleihenkäufe der EZB die Kosten übermäßiger Verschuldung auf die Gemein-

schaft der Euro-Mitgliedstaaten abwälzen können. Dadurch wird die fiskalpolitische Koordinierung in Europa gestärkt und durch ein Element der Marktdisziplin ergänzt.

Einleitung

Die Verschuldungskrise im Euroraum beschäftigt Europa mittlerweile seit fast sieben Jahren. Sie begann im Herbst 2009, als öffentlich wurde, dass das Defizit im griechischen Staatshaushalt viel größer war als zuvor berichtet. Einen ersten Höhepunkt erreichte die Krise im Frühjahr 2010 mit den Rettungskrediten für Griechenland, es folgten weitere Rettungsaktionen für Portugal, Irland und Spanien. In den folgenden Jahren mussten die Menschen in den Krisenstaaten tiefe wirtschaftliche Einschnitte hinnehmen. Die Bürger im Rest der Währungsunion haben währenddessen erlebt, dass ihre Länder große Haftungsverpflichtungen auf sich genommen haben, obwohl bei der Gründung der Währungsunion versprochen worden war, dass kein Mitgliedstaat verpflichtet werden könnte, für die Schulden anderer Staaten zu haften. Außerdem übernahm die EZB zunehmend die Rolle, die finanzielle Lage der Krisenstaaten zu stabilisieren. Das hat ihr die Kritik eingetragen, ihr Mandat zu überschreiten.

In den Jahren der Krise hat die Politik in Europa erhebliche Anstrengungen unternommen, die ökonomische Entwicklung der Eurozone zu stabilisieren und Reformen einzuleiten, die verhindern sollen, dass die Eurokrise sich wiederholt. Das wirft die Frage auf, ob man heute davon sprechen kann, dass die Krise überwunden ist, wenn man von der Sondersituation in Griechenland absieht. Um diese Frage zu beantworten, muss man zwei Aspekte in den Blick nehmen. Der eine ist die Entwicklung makroökonomischer Größen wie Wachstum, Beschäftigung, Schulden und Preise. Sind die notwendigen Anpassungen erfolgt, wächst die Wirtschaft in den Krisenstaaten, sinkt die Arbeitslosigkeit, geht die Staatsverschuldung zurück? Der andere Aspekt betrifft die institutionellen Regeln, die »Govern-

* Kurzfassung des Vortrags zur Jahresversammlung des ifo Instituts am 28. April 2016

¹ Ausführlich dargestellt wird das Reformkonzept in: Fuest, C., F. Heinemann und C. Schröder (2016), Reformen für mehr fiskalische Eigenverantwortung der Euro-Staaten: Das Potenzial von »Accountability Bonds«, Studie für die Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft (vbw). Die Studie erscheint in Kürze.

ance« der Währungsunion. Sind die Institutionen der Eurozone so reformiert worden, dass wir für die Zukunft mehr Stabilität erwarten können?

Ökonomische Anpassungen und die Sanierung von Banken und Staatsfinanzen

Die globale Finanzkrise und die Verschuldungskrise im Euroraum haben zu einem Einbruch des Wirtschaftswachstums geführt, von dem sich die Eurozone nur langsam erholt. Erst im Jahr 2015 hat die Eurozone die Wirtschaftsleistung des Vorkrisenjahres 2008 wieder erreicht. Unter den Mitgliedstaaten sind die Entwicklungen sehr unterschiedlich. Während sich Deutschland vergleichsweise schnell erholt hat und schon im Jahr 2011 die Wirtschaftsleistung des Jahres 2008 wieder übertraf, sind andere Mitgliedstaaten noch weit davon entfernt, den Einbruch auszugleichen. Das Bruttoinlandsprodukt Italiens liegt heute 7% unterhalb des Niveaus des Jahres 2008 und nicht höher als bei Einführung des Euro.

Erhebliche 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 erkauft 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 zu einem erheblichen Teil durch einen Rückgang der Beschäftigung erreicht worden. Jedoch keine Rückgänge der Lohnstückkosten wurden in Italien und Frankreich erzielt; dort hat es weniger Entlassungen gegeben, aber eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft wurde nicht erreicht. In Deutschland steigen die Lohnstückkosten seit einigen Jahren schneller als vor der Krise, was immerhin dazu beiträgt, Differenzen in der Wettbewerbsfähigkeit abzubauen.

Im Finanzsektor ist die Entwicklung in den verschiedenen Mitgliedstaaten 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.

Bei der Sanierung der Staatsfinanzen zeigen sich Ermüdungserscheinungen. Im Laufe der Krise ist die Staatsschuldenquote im Euroraum insgesamt von 65% des BIP im Jahr 2007 auf knapp 95% im Jahr 2014 angestiegen. Die laufenden Budgetdefizite, die in der Krise sehr stark angestiegen waren, sind in vielen Ländern bis zum Jahr 2014 teils erheblich reduziert worden. Die Bereitschaft, diesen Kurs fortzusetzen, schwindet aber. In Spanien wird das

strukturelle (also um Konjunkturreffekte 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%.

Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der Tatsache zu sehen, dass die Belastung der Staatshaushalte mit Zinskosten in den letzten Jahren deutlich gesunken ist und voraussichtlich weiter sinken wird.

Der Europäische Fiskalpakt sieht eigentlich vor, dass alle Mitgliedstaaten ihre Budgetdefizite schrittweise auf 0,5% des BIP reduzieren müssten. Die politischen Widerstände gegen eine weitere Rückführung der Defizite steigen aber. Politiker wie der italienische Ministerpräsident Matteo Renzi sprechen sich öffentlich immer wieder für eine Kehrtwende hin zu einer höheren Neuverschuldung des Staates aus. Mit den Vorgaben der europäischen fiskalpolitischen Regeln ist das nicht vereinbar. Das wirft die Frage auf, ob und wie die Governance der Fiskalpolitik in der Währungsunion derzeit funktioniert und ob Reformbedarf besteht.

Die »Governance« der Fiskalpolitik in der Eurozone

Die zweite Dimension der Krise betrifft die institutionelle Gestalt der Währungsunion, ihre »Governance«-Strukturen. Vor der Krise ruhte die Governance der Eurozone auf zwei Säulen: Die erste Säule ist die Europäische Zentralbank (EZB). Sie ist unabhängig und hat ein klares Mandat: Sie soll für Preisniveaustabilität sorgen, die Finanzierung von Staatshaushalten ist der EZB 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, es ist vorgesehen, dass die Budgetdefizite maximal 3% des BIP betragen. Diese Grenze war gedacht als Obergrenze in Krisenzeiten. Die Mitgliedstaaten sollten ihre Haushalte in normalen Zeiten ausgleichen und bei schlechter Konjunktur die Möglichkeit haben, Defizite bis zu einer Höhe von maximal 3% zuzulassen. So heißt es im 1997 vereinbarten Stabilitäts- und Wachstumspakt:

»Indem die Mitgliedstaaten an dem mittelfristigen Ziel eines nahezu ausgeglichenen 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.«²

² VERORDNUNG (EG) Nr. 1466/97 DES RATES vom 7. Juli 1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken, Erwägungsgrund 4.

Der im Jahr 2012 zusammen mit dem Rettungsschirm ESM beschlossene Europäische Fiskalpakt sieht ebenfalls vor, dass die Mitgliedstaaten für ausgeglichene Staatshaushalte im Sinne der Begrenzung des strukturellen Haushaltsdefizits auf höchstens 0,5% des BIP sorgen. In den Jahren seit der Gründung der Währungsunion haben fast alle Mitgliedstaaten systematisch 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 seit dem Jahr 1999 159-mal überschritten worden. 50 dieser Überschreitungen konnten durch eine Rezession (sinkendes Bruttoinlandsprodukt) gerechtfertigt werden, in 109 Fällen gab es keine solche Rechtfertigung. Trotzdem wurden nie Sanktionen verhängt. Stattdessen wurden die Regeln zunehmend aufgeweicht, indem Ausnahmen für Staaten gewährt werden, die bestimmte öffentliche Investitionen tätigen oder Strukturformen durchführen. Wenn einzelne Mitgliedstaaten Zusagen, die sie in ihren Stabilitätsprogrammen machen, nicht einhalten, hat das bis heute praktisch keine Konsequenzen.

All das wirft die Frage auf, wie der institutionelle Rahmen der Währungsunion reformiert werden kann, um für eine bessere Einhaltung der vereinbarten Regeln zu sorgen. Aktuelle Reformkonzepte aus den europäischen Institutionen wie beispielsweise der »Vier-Präsidenten-Bericht«³ oder der »Fünf-Präsidenten-Bericht«⁴ sehen vor, die Koordination der Fiskalpolitik und der Wirtschaftspolitik insgesamt zu vertiefen und gleichzeitig fiskalische Versicherungsmechanismen wie etwa eine europäische Arbeitslosenversicherung zu erreichen sowie eine gemeinsame Haftung für Staatsschulden einzuführen.

Angesichts der geringen Effektivität der bestehenden, mehrfach reformierten Koordinations- und Überwachungsverfahren muss man bezweifeln, dass diese Verfahren ohne eine grundlegende Neuorientierung hinreichend wirksam sein können. Sicherlich könnten sie die mit einer erweiterten gemeinsamen Haftung für Staatsschulden einhergehenden Fehlanreize zur Ausdehnung der Verschuldung nicht eindämmen.

Ein Reformvorschlag: Accountability Bonds

Es ist dringend erforderlich zu verhindern, dass es zu neuerlichen Fehlsteuerungen in der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten kommt und die fiskalpolitischen Regeln, die zur Verschuldungskrise beigetragen haben, weiterhin systematisch überschritten werden. Deshalb ist es notwendig, Elemente

³ Van Rompuy, Herman, (2012), Towards a genuine Economic and Monetary Union, Report to the European Council Meeting, December 13–14, in close collaboration with José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker and Mario Draghi.

⁴ Juncker, Jean-Claude (2015), Completing Europe's Economic and Monetary Union, Five Presidents' Report, June, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselblom, Mario Draghi and Martin Schulz.

der Gläubigerhaftung und damit der Marktdisziplinierung mit den Verfahren der fiskalpolitischen Koordinierung zu kombinieren. Das leistet das Konzept der »Accountability Bonds«⁵.

Accountability Bonds sind eine neue Form von Staatsanleihen mit folgenden Eigenschaften: Sie sind gegenüber ausstehenden und künftig zu emittierenden »normalen« Anleihen nachrangig. Sie fallen endgültig aus, wenn es bei normalen Anleihen Ausfälle gibt oder wenn ein Land ein ESM-Programm beginnt. Wenn die Staatsschuldenquote eines Landes 120% des BIP überschreitet, gibt es ein Zinsmoratorium und automatische Prolongation, bis die Schuldenquote wieder unterschritten wird. Sie werden nicht von der EZB erworben und dürfen von Banken nur mit hinreichender Eigenkapitalunterlegung gehalten werden.

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 weist im Jahr 2015 beispielsweise ein strukturelles Haushaltsdefizit von 2,5% auf. Das Land müsste also nach diesem Reformkonzept 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. Accountability Bonds haben eine Laufzeit von fünf Jahren und werden überrollt, so lange Staaten eine Verschuldungsquote in »normalen Anleihen« von über 60% des BIP haben. Für die bereits ausstehenden Staatsanleihen ändert sich gegenüber dem Status quo nichts.

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. Für Staaten mit aktuell hohen Budgetdefiziten können Übergangsregeln in der Form greifen, dass für einige Jahre höhere, aber verbindliche und sinkende Grenzen für die mit herkömmlichen Anleihen zu finanzierenden Haushaltsdefizite vereinbart werden.

Der Unterschied zu anderen Konzepten, die mit vor- und nachrangigen Staatsanleihen oder Elementen einer partiellen Solidarhaftung arbeiten, liegt darin, dass Accountability Bonds zum einen nicht an Bestandsgrößen, sondern an Stromgrößen (laufendes Defizit) ansetzen und so vermieden wird, dass größere Bestände an Staatsanleihen plötzlich nachrangig werden, hohe Kursverluste erleiden und kaum

⁵ Fuest, C., F. Heinemann und C. Schröder (2016), Reformen für mehr fiskalische Eigenverantwortung der Euro-Staaten: Das Potenzial von »Accountability Bonds«, Studie für die Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft (vbw).

refinanzierbar werden. Zum anderen beinhaltet das Konzept der Accountability Bonds keinerlei neue Elemente einer Solidarhaftung für Staatsschulden.

Die Tatsache, dass Accountability Bonds höhere Ausfallrisiken haben als herkömmliche Staatsanleihen, führt zu der Frage, welche Investoren bereit sein könnten, diese Bonds zu kaufen. Darüber kann man nur spekulieren, da die Anleihen derzeit nicht existieren. Es existieren allerdings andere Anleihen, die mehr oder weniger hohe Ausfallrisiken haben, beispielsweise konvertierbare Bankanleihen (Cocos) oder vergleichsweise riskante Mittelstandsanleihen. Sicherlich würde die Möglichkeit, Accountability Bonds abzusetzen, vom emittierenden Land abhängen. Wenn Deutschland oder auch Frankreich die Emittenten wären, gäbe es sicherlich Investoren, die bei entsprechend hoher Rendite zugreifen würden. Höher verschuldete Länder könnten Schwierigkeiten haben, Investoren zu finden, aber diese Länder wären dann gezwungen, Maßnahmen zu ergreifen, damit sie die europäischen Fiskalregeln wieder einhalten. Genau das ist das Ziel. Alternativ könnten sie einen Antrag für ein ESM-Programm stellen, aber dieses Programm würde vermutlich ebenfalls eine sehr schnelle Rückkehr zur Einhaltung der gemeinsam vereinbarten Regeln vorsehen.

es zu einer weiteren Aufweichung der gemeinsamen Verschuldungsregeln und letztlich zu weichen Budgetrestriktionen kommt. Dazu kann das Konzept der Accountability Bonds einen wichtigen Beitrag leisten.

Was wird mit Accountability Bonds erreicht?

1. Die durch die bestehenden Elemente der Solidarhaftung (ESM, OMT-Programm der EZB) verursachten Fehlanreize zu übermäßiger Verschuldung werden zumindest teilweise korrigiert. Kosten einer Verschuldung über die auf europäischer Ebene vereinbarten Grenzen hinaus werden dem Verursacher angelastet, sie werden nicht auf Steuerzahler anderer Länder abgewälzt.
2. Die Überwachung und Einhaltung der europäischen Verschuldungsregeln werden gestärkt. Es wird für die Mitgliedstaaten der Eurozone deutlich schwerer (und teurer), Vorgaben der europäischen Koordination der Fiskalpolitik zu übertreten oder zu ignorieren.
3. Die Steuerzahler in der Eurozone werden davor geschützt, für Überschuldung anderer Länder haften zu müssen.
4. Gläubiger von Staaten werden an den Kosten von Überschuldungskrisen beteiligt.
5. Eine Destabilisierung des gesamten Marktes für Staatsanleihen, die bei der expliziten Einführung von Gläubigerhaftung befürchtet wird, tritt nicht ein.

Schlussfolgerungen

Eine nachhaltige Überwindung der wirtschaftlichen Krise des Euroraums erfordert Reformen in vielen Bereichen der Wirtschaftspolitik, nicht nur in der Fiskalpolitik. Es ist gleichwohl wichtig, im Bereich der Fiskalpolitik zu verhindern, dass