

A stylized world map composed of a grid of dots in various shades of gray, with several dots highlighted in red. The map is centered behind the title.

Kann ein Schuldentilgungspakt Europa aus der Krise führen?

TORALF PUSCH
Februar 2012

- Der Kurs der streng konditionierten Solidarität hat die Krisenländer in einen Teufelskreis aus hohen Staatsschulden, drastischen Sparmaßnahmen und deutlichen Wachstumseinbrüchen geführt. Die gestärkte Haushaltsüberwachung taugt nur bedingt als Mittel zur Stabilisierung der Eurozone, da sie die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nicht behebt.
- Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat in seinem jüngsten Jahresgutachten mit dem Schuldentilgungspakt einen innovativen Vorschlag zur Lösung der Eurokrise unterbreitet. Dieser setzt sich von bislang dominierenden einseitigen Konzepten ab.
- Kern des Schuldentilgungspakts ist eine vorübergehende gemeinsame Finanzierung des Anteils der Staatsverschuldung über der 60-Prozent-Grenze des Stabilitätspakts. Über einen Tilgungsfonds sollen die Schulden in einem Zeitraum von 20 bis 25 Jahren von den Mitgliedstaaten abgebaut werden. Die Renditen der gemeinsam verbürgten Schulden wären mit einiger Wahrscheinlichkeit deutlich geringer als die derzeit am Markt geforderten Zinsen für Krisenländer wie Spanien und Italien.
- Der zinsdämpfende Effekt bedeutet einen Zeitgewinn für einen verträglichen Konsolidierungspfad und wachstumsfördernde Reformen. Dafür sind allerdings die vorgeschlagenen Instrumente fiskalischer Disziplin zu starr konstruiert und die konjunkturfördernden Projekte fehlen gänzlich. Zudem kann der Schuldentilgungspakt nur erfolgreich sein, wenn der EZB die Flankierung des Schuldenabbaus durch einen monetären Wachstumsmantel eröffnet wird.



Inhalt

1. Der Teufelskreis aus Staatsschulden, Sparpolitik und Wachstumseinbruch	3
2. Der bisherige Stand der haushaltspolitischen Überwachung in der Eurozone	4
3. Ein Vorschlag mit Augenmaß: der Schuldentilgungspakt	5
3.1 Fünf Säulen der strikten fiskalischen Disziplin	6
3.2 Der krisenbekämpfende Beitrag des Schuldentilgungspakts	7
3.3 Anpassungsbedarf des Schuldentilgungspakts	8
4. Ein Ausblick: Voraussetzungen für eine längerfristige Haushaltskonsolidierung in der Eurozone	9



1. Der Teufelskreis aus Staatsschulden, Sparpolitik und Wachstumseinbruch¹

Das vergangene Jahr 2011 stand für die Europäische Union unter keinem guten Stern. Vor allem den südlichen Mitgliedsländern der Eurozone fiel es im Jahresverlauf zunehmend schwerer, ihre im Gefolge der Finanzkrise deutlich erhöhte Neuverschuldung zu finanzieren. Auf den Märkten für Staatsverschuldung fand dies einen Ausdruck in stark angestiegenen Renditen (Renditeaufschlägen) staatlicher Schuldverschreibungen. Die bisherigen Maßnahmen von Seiten der Mitgliedsländer und der EU reichten nach verbreiteter Ansicht nicht aus, um die Spekulation gegen die staatliche Verschuldung wirkungsvoll einzudämmen. Eine verfehlte Kommunikation hat vielmehr noch zu einer Verschärfung der Krise beigetragen. Nachdem ab dem Sommer 2011 von Mitgliedern der deutschen Bundesregierung ein Schuldenschnitt und im Herbst 2011 sogar ein Euro-Austritt Griechenlands ins Gespräch gebracht wurde, gewann die Spekulation nochmals an Fahrt. Schließlich mussten auch die Euro-Schwergewichte Italien und Spanien deutlich erhöhte Zinsen für neu aufgenommene Schulden zahlen.

Die bereits erfolgte drastische Haushaltskonsolidierung in den betroffenen Mitgliedstaaten, die sich im Jahr 2011 auf bis zu 6,9 Prozent der Wirtschaftsleistung belief (Defizitquoten-Reduzierung im Vergleich zum Jahr 2009; siehe Tabelle 1), wurde von den Finanzmärkten nicht

1. Der Autor dankt den Teilnehmern einer FES-Arbeitsgruppe für hilfreiche Kommentare und Ergänzungen zu früheren Versionen dieses Beitrags.

durch eine geringere Zinsbelastung belohnt.² Vor dem Hintergrund der zugespitzten sozialen Lage beispielsweise in Griechenland und Spanien wird deshalb die Frage immer drängender, ob der Ausweg aus der Eurokrise in einer nochmaligen Verschärfung des Sparkurses zu suchen ist. Die zurzeit in der EU diskutierten institutionellen Neuerungen wie automatische Sanktionen beim Vollzug des Stabilitäts- und Wachstumspakts und die Einführung nationaler Schuldenbremsen gehen eindeutig in diese Richtung. Es ist allerdings fraglich, ob dieser Weg, dessen Umsetzung im Übrigen Jahre dauern kann, angesichts der bisherigen Dynamik der Eurokrise gangbar ist. Zuletzt haben sogar die Ratingagenturen anerkennen müssen, dass ein einseitiger Sparkurs die Misere der Krisenländer nicht beenden kann.

Was die Krisenländer benötigen, sind eine schnelle Absenkung der Zinsen auf ihre Staatsschulden und eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Aussichten. Beides dürfte miteinander in Verbindung stehen. Staatliche Sparanstrengungen können zwar im ersten Schritt zu einer Verringerung der geplanten Neuverschuldung führen. In der Regel sind sie aber mit einer Eintrübung der konjunkturellen Lage verbunden. So genannte negative Multiplikator-Effekte staatlicher Sparpolitik wirken sich gerade in Zeiten mangelnder wirtschaftlicher Aktivität aus und können in vielen Mitgliedsländern einen Wachs-

2. Darauf haben in einem gemeinsamen Aufruf vor dem Euro-Krisengipfel im Dezember 2011 eindringlich Sigmar Gabriel, Frank-Walter Steinmeier, Renate Künast, Cem Özdemir, Claudia Roth, Jürgen Trittin und Peter Bofinger hingewiesen: »Zwölf Punkte gegen Merkels Krisenstrategie«, <http://www.sueddeutsche.de/politik/punkte-gegen-merkels-krisenstrategie-spd-und-gruene-attackieren-die-kanzlerin-1.1229829>

Tabelle 1: Haushaltskonsolidierung und Wirtschaftswachstum ausgewählter Mitgliedsländer der Eurozone; Quelle: AMECO (Schätzung aus dem Oktober 2011)

	Haushaltsdefizit 2011	Haushaltskonsolidierung von 2009 bis 2011	Wirtschaftswachstum von 2009 bis 2011
Krisenländer:	(in % des BIP)	(Defizitquoten-Reduktion in %)	(in %)
Irland	10,3	-3,9	0,7
Griechenland	8,9	-6,9	-8,8
Spanien	6,6	-4,5	0,7
Italien	3,8	-1,5	2,1
Portugal	5,8	-4,3	-0,5
Zum Vergleich:			
Deutschland	1,3	-1,9	6,7
Frankreich	5,9	-1,7	3,1

tumseinbruch verursachen, der die staatliche Kürzungssumme übersteigt.³ Dadurch sinken die Einkommen und die daraus bezahlten Steuern, so dass die geplante Reduzierung der Neuverschuldung im Nachhinein nicht erreicht werden kann. Veranschaulicht werden kann dies unter anderem durch den relativen Gleichlauf von starker Haushaltskonsolidierung und schwacher Wachstumsdynamik in den Problemländern (von denen Italien mit einer bisher vergleichsweise geringen Konsolidierung noch am besten dasteht; siehe Tabelle 1). Die Haushaltskonsolidierung in der EU sollte daher mit Augenmaß angegangen werden und kann wahrscheinlich nur erfolgreich sein, wenn nicht alle Länder gleichzeitig sparen und das außenwirtschaftliche Umfeld stimmt.⁴

In der Realität ist dieser Zusammenhang vielen der beteiligten Akteure bewusst. Auch die Ratingagenturen haben in jüngerer Zeit ihre Herabstufungen europäischer Staaten mit einer Eintrübung der Wachstumsaussichten begründet, die sicher teilweise im Zusammenhang mit der Haushaltskonsolidierung steht. Zur europäischen Realität gehört aber auch, dass die Geberländer der bisherigen Finanzhilfen auf eine ambitionierte Haushaltskonsolidierung dringen und im Falle der Verfehlung von Verschuldungszielen entsprechende Nachjustierungen verlangen. Die Krisenländer sind auf diese Weise dazu gezwungen, unterjährig Nachtragshaushalte aufzulegen und weitere Kürzungen vorzunehmen. Durch die fortlaufenden staatlichen Sparanstrengungen, deren Verlauf in der näheren Zukunft kaum prognostizierbar ist, werden die wirtschaftlichen Aussichten im Privatsektor weiter destabilisiert, was zu nochmaliger Zurückhaltung, nachlassender Dynamik und daher: Einkommensverlust führt.

2. Der bisherige Stand der haushaltspolitischen Überwachung in der Eurozone

Seit Beginn der Eurokrise wird in Europa über Wege zu ihrer Überwindung diskutiert. Als kurzfristige Maßnahme wurde zunächst der Rettungsschirm EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) gegründet, um gemeinsam mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) Hilfe für

Staaten mit Haushaltsnotlagen zu gewähren. IWF und EFSF gewähren derzeit Kredite an Griechenland, Irland und Portugal. Diese Kredite waren von Beginn an Gegenstand strikter Auflagen. Das Ziel eines Abbaus der Staatsschuld soll mittelfristig erreicht werden, indem die betroffenen Staaten Haushaltskürzungen vornehmen, Steuern erhöhen und wachstumsfördernde Reformen anstoßen. In der Praxis hat sich dieser Weg bisher als schwierig erwiesen. Insbesondere Griechenland steckt in einer wirtschaftlichen Negativspirale, die eine tatsächliche Rückzahlung der Kredite immer weniger wahrscheinlich erscheinen lässt.

Parallel zur kurzfristigen Krisenhilfe wurde im Jahr 2011 verstärkt an europäischen Instrumenten für eine längerfristige Stabilisierung der Eurozone gearbeitet. Besonders hervorzuheben ist das im September 2011 verabschiedete so genannte *Sixpack* von sechs Regulierungen zur Begrenzung der Staatsverschuldung und zur makroökonomischen Überwachung. Das *Sixpack* sieht zunächst neue Regeln zur Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts vor. In Zukunft sollen bereits eingeleitete Defizitverfahren inklusive der möglichen Sanktionen nur noch mit einer qualifizierten Mehrheit der EU-Finanzminister (im ECOFIN-Ministerrat) gestoppt werden können. Bisher war diese vergleichsweise große Mehrheit erforderlich, um Sanktionen auszusprechen. Mit dem neuen Verfahren wird die Aussprache von Sanktionen im ECOFIN-Rat deutlich wahrscheinlicher. Zudem kann das Defizitverfahren nun auch eingeleitet werden, wenn der Richtwert von 60 Prozent der Staatsverschuldung (gemessen am BIP) überschritten wird und keine hinreichenden Konsolidierungsanstrengungen in die Richtung dieses Schwellwerts unternommen werden. Diese gelten als dann gegeben, wenn der übermäßige Schuldenstand um jährlich 1/20 reduziert wird. Auf den EU-Krisengipfeln im Dezember 2011 und Januar 2012 wurde zur Verstärkung der einzelstaatlichen Konsolidierungsbemühungen zusätzlich beschlossen, dass die Mitglieder der Eurozone und einige weitere EU-Mitgliedsländer nationale Schuldenbremsen verabschieden, was durch einen noch zu verhandelnden völkerrechtlichen Vertrag abgesichert werden soll.

Neben den schärferen Stabilitäts- und Wachstumspakt tritt im *Sixpack* eine Regulierung zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte. Derartige Ungleichgewichte sollen durch Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, wie beispielsweise die Lohnstückkosten und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, fest-

3. Für einen Überblick über finanzpolitische Ausgabenmultiplikatoren verschiedener EU-Mitgliedstaaten siehe: Pusch, T. (2012): Fiscal Spending Multiplier Calculations based on Input-Output Tables – an Application to EU Member States. Intervention 1/2012 (im Erscheinen).

4. Vgl. Karl Aiginger, Margit Schratzenstaller (2010): Budget Consolidation in a Difficult Environment – Ten Guidelines Plus a Preliminary Reality Check, WiFo Working Paper No. 381.

gestellt werden. Dieses Verfahren ist sehr begrüßenswert, denn im Vorfeld der Finanzkrise waren einige der heutigen Krisenländer keineswegs durch übermäßige Haushaltsdefizite gekennzeichnet. Allerdings deuteten starke außenwirtschaftliche Ungleichgewichte beispielsweise in Spanien und Irland schon vor der Krise auf eine hohe private Verschuldungsdynamik hin, die sich dort nach dem Platzen von Immobilienblasen in eine staatliche Haushaltsschieflage verwandelte. Im Gegenzug hatten Länder wie Deutschland und die Niederlande große Außenhandelsüberschüsse, von denen Teile in problematische Anlagen in den heutigen Krisenländern (und in den USA) investiert wurden und somit zur Befeuerung von Immobilienblasen beitrugen. Durch den Zusammenhang von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und Eurokrise wird deutlich, dass die Haushaltskonsolidierung als Mittel zur nachhaltigen Stabilisierung der Eurozone nur bedingt geeignet ist.

3. Ein Vorschlag mit Augenmaß: der Schuldentilgungspakt

Die Bundesregierung wird in wichtigen gesamtwirtschaftlichen Fragen von einem Sachverständigenrat beraten (in der Presse manchmal auch als Rat der »fünf Wirtschaftsweisen« bezeichnet). Der Sachverständigenrat hat in seinem unlängst erschienenen Jahresgutachten 2011/12 mit dem *Schuldentilgungspakt* einen Vorschlag unterbreitet, der einen interessanten Beitrag zur Lösung der Eurokrise darstellen könnte.⁵ Kern des Schuldentilgungspakts ist eine vorübergehende gemeinsame Finanzierung des Anteils der Staatsverschuldung in den EWU-Mitgliedsländern, der die Marke von 60 Prozent der Wirtschaftsleistung übersteigt. Gerade für Länder mit einem sehr hohen Schuldenstand, wie beispielsweise Italien, könnte dieser Schritt Entlastung verschaffen, da die Zinsen für die gemeinsam verbürgten Schulden bei geeigneter institutioneller Ausgestaltung des Pakts vermutlich deutlich geringer wären als die derzeit am Markt verlangten Renditen. Gleichzeitig würde durch die Einbeziehung von Italien und Spanien Wind aus den Segeln der Finanzmarktsspekulation genommen, da das unzureichende Volumen von EFSF und ESM zur Finanzierung dieser Staatshaushalte nicht länger zur Debatte stünde. Länder, die sich bereits in einem Anpassungsprogramm

befinden (Griechenland, Irland, Portugal), werden von dem Vorschlag nicht erfasst und sollen weiterhin im Zuständigkeitsbereich von IWF, EFSF und ESM (als Nachfolger der EFSF) bleiben. Der Schuldentilgungspakt kann daher in erster Linie als Vorschlag zur Eindämmung der Eurokrise in den größeren Volkswirtschaften der Eurozone (Frankreich, Italien) gesehen werden.

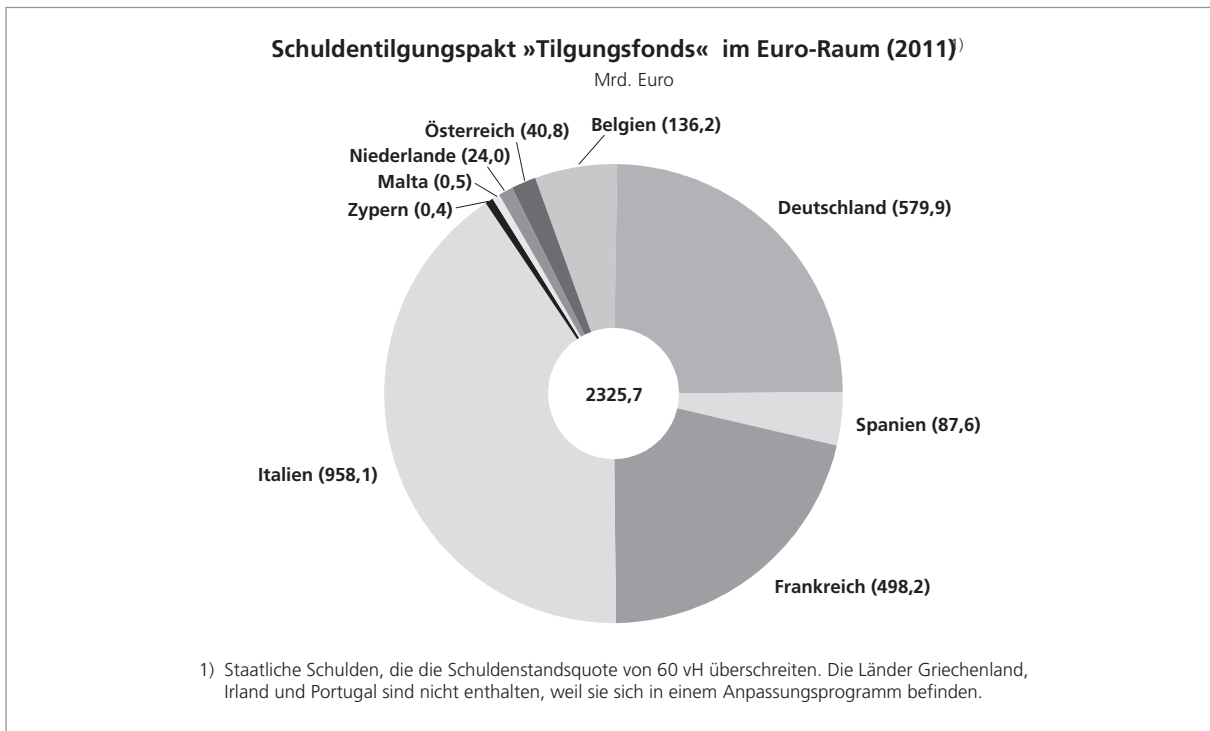
Der Schuldentilgungspakt sieht vor, dass den teilnehmenden Ländern für den Zeitraum von fünf Jahren (*roll in*-Phase) eine gemeinsame Finanzierung erlaubt wird. Hierzu werden an den Finanzmärkten gemeinsam verbürgte Schulden aufgenommen; die Mittel werden dann an die Teilnehmerländer weitergereicht. Der dabei zur Verfügung stehende Kreditrahmen wird durch den Abstand der nationalen Schuldenstände zum 60-Prozent-Kriterium des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu Beginn der gemeinsamen Schuldenaufnahme vorgegeben. Italien könnte so beispielsweise über den Zeitraum von fünf Jahren insgesamt ca. die Hälfte seines heutigen Schuldenstands in gemeinsam garantierte Schuldentitel überführen (der Rest bliebe weiterhin national verbürgt). Dies entspricht nach dem Stand von Ende 2011 knapp der Hälfte der über den Schuldentilgungsfonds insgesamt möglichen Kreditaufnahme (siehe Abbildung 1). Weitere Teilnehmerländer mit einer erheblichen Finanzierungssumme im Fonds wären Deutschland und Frankreich. Anschließend sollen diese Schulden von den teilnehmenden Ländern je nach der Höhe der aufgenommenen Mittel getilgt werden. Als Zeitraum hierfür werden 20 bis 25 Jahre vorgesehen, was die Gestaltung des Anpassungspaths für die beteiligten Mitgliedsländer erträglich machen soll.

Die mit dem Schuldentilgungspakt verbundene Hoffnung ist, dass die Renditen der gemeinsam verbürgten Schulden bei geeigneter institutioneller Ausgestaltung des Pakts deutlich geringer wären als die derzeit am Markt geforderten Zinsen. Dies würde insbesondere für Italien eine erhebliche Entlastung bedeuten und könnte es diesem Land ermöglichen, ohne hektisches Sparen wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad einzuschwenken und die Haushaltskonsolidierung mit Augenmaß anzugehen. Für Spanien dürfte die Entlastung geringer ausfallen, denn bisher liegt der Schuldenstand Spaniens mit ca. 70 Prozent nur wenig über der 60-Prozent-Schwelle. Das Finanzierungsvolumen Spaniens aus dem Fonds wäre daher vergleichsweise gering (siehe Abb. 1). Im Folgenden werden einige Details des Pakts genauer vorgestellt.

5. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011): Verantwortung für Europa wahrnehmen, Jahresgutachten 2011/12.



Abbildung 1: Maximales Finanzierungsvolumen aus dem Tilgungsfonds (Stand: Ende 2011)



Quelle: Sachverständigenrat (2011)

3.1 Fünf Säulen der strikten fiskalischen Disziplin

Der Sachverständigenrat legt in seinem Vorschlag viel Wert darauf, dass durch den Aufbau der gemeinsam verbürgten Verschuldung keine Anreize für einzelne Mitgliedsländer entstehen, die Schuldenlast auf andere Mitgliedsländer abzuwälzen. Hierzu werden fünf Kriterien formuliert, die erfüllt sein müssen, um an die Mittel aus den gemeinsamen Anleiheemissionen zu gelangen:

1. Durch die Einführung nationaler Schuldenbremsen soll gewährleistet werden, dass die Staatsverschuldung tatsächlich zurückgeführt wird und somit ein Grund für die Spekulation gegen EWU-Mitgliedsländer entfällt. Mittels einer europäischen Überwachung der Einhaltung dieser nationalen Schuldenbremsen sollen Verstöße gehandelt werden und zu einer sofortigen Zahlung des betroffenen Landes an den Schuldentilgungspakt führen. Hierzu können Zentralbankgewinne gestundet werden.

2. Durch die Festlegung nationaler Konsolidierungs- und Wachstumsstrategien sollen mittelfristige Pfade für

die Schuldenreduktion festgeschrieben und unterstützt werden.

3. Wenn ein Land seinen Verpflichtungen unter 2. im Laufe der *roll in*-Phase nicht nachkommt, kann das *roll in* für dieses Land abgebrochen werden.

4. Teilnehmende Länder müssen sich verpflichten, einen Aufschlag auf die nationale Mehrwertsteuer und/oder Einkommenssteuer zu erheben, der direkt der Schuldentilgung des Fonds zugutekommt. Darüber hinaus könnte eine vorrangige Tilgung der Schulden aus dem Fonds in den Verfassungen festgeschrieben werden.

5. Sollen die nationalen Devisenreserven teilweise verpfändet werden (in Höhe von 20 Prozent der aufgenommenen Schulden).

Durch die Kriterien 1. bis 3. sollen die Teilnehmerländer bereits in der *roll in*-Phase verpflichtet werden, die Grundlagen für eine längerfristige Haushaltskonsolidierung zu legen. Die Kriterien 4. und 5. sollen bewirken, dass in der Tilgungsphase zusätzliche Mittel zur Deckung der Tilgungszahlungen zur Verfügung stehen und somit

zu einer weiteren Begrenzung des Haftungsrisikos führen.

3.2 Der krisenbekämpfende Beitrag des Schuldentilgungspakts

Der Vorschlag für einen Schuldentilgungspakt kann einen wichtigen Beitrag zur Überwindung der Eurokrise bilden. Allerdings weist er auch Schwächen auf und sollte insbesondere im Hinblick auf eine Stärkung der Wachstumspotentiale der betroffenen Länder angepasst werden.

Kurz- und mittelfristig würden die Euro-Schwergewichte Italien und Spanien die erforderliche Liquidität erhalten, um sich nicht weiter in die Krise zu sparen und die Kosten ihrer neu aufgenommenen Schulden zu begrenzen. Der zinsdämpfende Effekt speist sich dabei aus mehreren Quellen:

1. Durch die gemeinsame Kreditaufnahme entsteht ein liquiderer Markt. Die gemeinsamen Schuldentitel können wegen ihres größeren Marktvolumens von Investoren leichter gehandelt werden, was tendenziell einen zinsenkenden Effekt hat.⁶ Die Marktbreite könnte zudem noch erhöht werden, indem die Schuldpapiere nicht für die ganze Laufzeit des Schuldentilgungspakts von maximal 25 Jahren herausgegeben würden. Würde die Laufzeit auf bis zu zehn Jahre begrenzt, wie es heute beim Löwenanteil der nationalen Staatsverschuldung der Fall ist, könnte die Marktbreite für die Papiere ungefähr verdoppelt werden. Eine Tilgung über 25 Jahre wäre trotzdem möglich, indem bei Fälligkeit der Papiere erneut gemeinsam verbürgte Schulden aufgenommen werden (in einem durch den Tilgungsplan verringerten Ausmaß).
2. Die gemeinsame Verbürgung der Schulden im Tilgungsfonds durch schwächere Länder und Länder mit einer hohen Bonität, wie Deutschland und den Niederlanden, führt zu einem verringerten Kreditausfallrisiko im Vergleich zu rein national verbürgten Schulden Spaniens und Italiens.
3. Auch die in den Kriterien formulierte vorrangige Bedienung der gemeinsamen Schulden sowie die Verpfän-

dung der Devisenreserven bzw. Zentralbankgewinne dürften zinsdämpfende Effekte haben, denn durch sie wird das Ausfallrisiko der gemeinsamen Schulden nochmals verringert.

Durch die deutlich verringerten Zinsen auf ihre neu aufgenommenen Schulden würden Krisenländer wie Spanien und Italien bis zu fünf Jahre Zeit für wachstumsfördernde Reformen gewinnen. Auch Länder mit erheblichen Außenhandelsüberschüssen wie Deutschland und die Niederlande könnten mit etwas mehr Zeit leichter einen Beitrag zu mehr wirtschaftlicher Dynamik in der Eurozone leisten, da sich ihre Außenhandelsüberschüsse vermutlich nur schwer in kurzer Zeit abbauen lassen dürften (dies erfordert einen Strukturwandel der betroffenen Ökonomien). Der drohenden Negativspirale von Sparpolitik und anschließenden Wachstumseinbrüchen in der Eurozone könnte so effektiv begegnet werden. Durch die Bereitstellung eines vergleichsweise sicheren Anlagegegenstands (die gemeinsam aufgenommenen Anleihen) könnte zudem der europäische Bankensektor stabilisiert werden.

Andere derzeit diskutierte Vorschläge zur Behebung der Eurokrise wie die Beteiligung des IWF an der Haushaltsfinanzierung und die Hebelung der EFSF zur Finanzierung einer Teilkaskoversicherung der Staatsverschuldung können im Vergleich dazu weniger überzeugen. Eine stärkere Beteiligung des IWF würde durch den vorrangigen Status von IWF-Krediten vermutlich zu noch höheren Risikoprämien der Staatsschulden führen. Durch eine Teilkaskoversicherung auf Staatsschulden würde signalisiert, dass die betroffenen Staaten im Falle eines Finanzierungsengpasses definitiv allein zurechtkommen müssen und es zu keinen Überbrückungshilfen kommt. In der Folge würde die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls höher eingeschätzt – auch dies wäre ein Grund für steigende Risikoprämien. Die Anreize für ein Krisen verschärfendes Sparen bleiben also sowohl bei einer stärkeren IWF-Beteiligung als auch bei einer gehebelten EFSF erhalten.

Der Schuldentilgungspakt unterscheidet sich deutlich von den bisher umgesetzten Maßnahmen zur Bekämpfung der Eurokrise. Einerseits sind die derzeit laufenden Anpassungsprogramme für Griechenland, Irland und Portugal zu nennen. Nicht nur sind sie viel kurzfristiger angelegt als der Schuldentilgungspakt. Die betroffenen Länder müssen für die Kreditlinien auch noch deutlich

6. Dies ist eines der wesentlichen Argumente für die zinsenkende Wirkung von Eurobonds; vgl. Jacques Delpla, Jakob von Weizsäcker: Eurobonds. Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen. Friedrich-Ebert-Stiftung, Juni 2011.

höhere Zinsen (über fünf Prozent) zahlen.⁷ Die strikten Konditionen von IWF und EU führen außerdem zu krisenverschärfendem Sparen. Der gehärtete Stabilitäts- und Wachstumspakt (siehe die obigen Ausführungen zum *Sixpack*) setzt ebenfalls vor allem bei der Haushaltskonsolidierung an. Bei einer rigiden Umsetzung können die erhöhte Stringenz und die Beschleunigung des Verfahrens im derzeitigen eingetrübten Wachstumsumfeld zu einer nochmaligen Verschärfung des europäischen Wachstumsproblems beitragen, insbesondere wenn der Sparkurs überall in der EU forciert wird.

Gleiches gilt auch für die auf den EU-Krisengipfeln im Dezember und Januar beschlossene Einführung von nationalen Schuldenbremsen in allen Ländern der Eurozone. Hier ist die Wahl des Anpassungspfads und der Annahmen zur Berechnung des strukturellen Defizits eine äußerst sensible Angelegenheit. Zu restriktive Annahmen bei den Steuerelastizitäten und der Höhe der automatischen Stabilisatoren können leicht zu einer prozyklischen Wirkung der Schuldenbremse führen.⁸

3.3 Anpassungsbedarf des Schuldentilgungspakts

Grundsätzlich gelingt dem Pakt eine Balance zwischen kurzfristig wirkender Entlastung bei der Refinanzierung von Krisenstaaten einerseits und einer schonenden und langfristigen Haushaltskonsolidierung andererseits. Der Pakt weist allerdings auch einige signifikante Schwächen auf, die korrekturbedürftig sind.

Zunächst darf der Pakt nicht den gegenwärtigen Trend zu kontraproduktiv hohen Sparanstrengungen verstärken. Denn dann wäre nichts gewonnen gegenüber dem Status quo. Das setzt zum einen voraus, dass die vom Sachverständigenrat avisierte jährliche Schuldenreduktion von fünf Prozent der Staatsschulden über der 60-Prozent-Marke nicht starr anzuwenden, sondern im Einklang mit den länderspezifischen konjunkturellen Aussichten festzusetzen ist. Darüber hinaus liegt ein Nachteil des Vorschlags darin, dass praktisch alle Länder einem Schuldentilgungsprogramm unterworfen wären, weil nahezu alle

Euro-Länder eine Verschuldung über 60 Prozent des BIP aufweisen. Damit würden alle Länder gleichzeitig einem Sparkurs unterworfen. Das würde die wachstumsdämpfende Spirale weiter beschleunigen. Bislang können Staaten wie Deutschland trotz einer Verschuldung oberhalb der 60-Prozent-Marke und eines gemäßigten Sparkurses durchaus als Wachstums-Lokomotive für die Euro-Zone agieren. Deutschland kann etwa durch eine Stärkung der Binnennachfrage dazu beitragen, dass Nachfrageimpulse zugunsten anderer Euro-Länder gesetzt werden, die dortige Wachstumseinbußen zumindest teilweise auffangen. Um eine konzertierte Euro-Sparpolitik zu vermeiden, sollte das Tempo der gesamtstaatlichen Schuldenreduzierung nicht verbindlich für alle Staaten mit über 60 Prozent Schulden gelten, sondern für eine geeignet zu treffende Auswahl. Für die stärkeren Länder mit außenwirtschaftlichen Überschüssen wie Deutschland und die Niederlande gäbe es voraussichtlich sowieso keinen Zinsvorteil durch den Schuldentilgungspakt, so dass der Anreiz gering wäre, allen seinen Regeln unterworfen zu sein. Diese Länder haben aber andererseits auch eine vergleichsweise geringe Schuldendynamik.

Eine zentrale institutionelle Schwäche des Pakts ist die Unsicherheit darüber, dass die Regeln über den langen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren wohl nicht eingehalten, sondern vielmehr eine deutliche Aufweichung erfahren werden. So ist nicht unwahrscheinlich, dass ein einmal eingeschlagener Schuldentilgungspfad verlassen und nach einigen Jahren aufgeweicht wird. Dies könnte die institutionelle Glaubwürdigkeit des Pakts schmälern. Andererseits verbietet es sich aber, im ersten Jahr einen verbindlichen und unflexiblen Tilgungspfad für die nächsten 20 Jahre zu entwerfen, von dem anschließend nicht mehr abgewichen werden könnte. Denn das konjunkturelle und weltwirtschaftliche Umfeld kann eine Anpassung des Tilgungspfades über die Zeit erforderlich machen. Dieses Problem kann nur glaubwürdig gelöst werden, indem das Ziel der Schuldenreduktion am Ende der 20 Jahre feststeht, dass jedoch eine kurzfristige Lockerung (bei Beschleunigung des darauf folgenden Tilgungspfades) möglich sein muss. Nur so wird ein »atmungsfähiger« Schuldentilgungspfad gewährleistet.

Flankierend zur Schuldentilgung muss der Pakt eine konkrete Wachstumsstrategie für jedes Land vorsehen. Nur eine Kombination aus nachhaltiger Finanzpolitik und Stärkung der Wachstumskräfte kann dauerhaft niedrige Anleihezinsen und solide Wachstumschancen wahren.

7. Vgl. Rainer Lenz (2011). Die Krise in der Eurozone: Finanzmanagement ohne Finanzpolitik, Friedrich-Ebert-Stiftung, Juni 2011.

8. Insbesondere das deutsche Konzept der Schuldenbremse scheint davon betroffen zu sein; vgl. Gustav A. Horn, Torsten Niechoj, Achim Truger, Dieter Vesper und Rudolf Zwiener (2008): Zu den Wirkungen der BMF-Schuldenbremse, IMK Policy Brief Mai 2008.

Eine Wachstumsstrategie sollte deshalb beinhalten, dass Länder einen privilegierten Zugriff auf Mittel des Strukturfonds erhalten. Je nach Höhe der Schulden zu Beginn des Tilgungsprogramms sollte ein bestimmter Teil der vorhandenen Strukturmittel dem Land zugute kommen.

Ein Europäisches Investitionsprogramm kann zusätzlich dazu beitragen, die Wachstumsschwäche der Krisenländer zu überwinden. Dieses sollte auf die länderspezifischen Bedürfnisse zugeschnitten sein. So sind etwa in Griechenland Industrieansiedlungen und Firmengründungen zu unterstützen, um die fehlende Wettbewerbsfähigkeit zu fördern. In Portugal sind dringend Bildungsausgaben erforderlich: Dort beträgt die Rate der Schulabgänger ohne Abschluss 37,1 Prozent – in Deutschland empfinden wir eine Quote von 2,8 Prozent schon als viel zu hoch. Insgesamt muss ein Investitionsprogramm Mittel in Infrastruktur, Bildung und F&E investieren. Finanziert werden könnte das Investitionsprogramm durch eine Aufstockung des EU-Haushaltes. Die Investitionsprogramme sollten aus einer Mischung aus kurzfristig konjunkturfördernden Projekten und langfristigen Strukturhilfen bestehen.

4. Ein Ausblick: Voraussetzungen für eine längerfristige Haushaltskonsolidierung in der Eurozone

Ob die im Schuldentilgungspakt für die Zeit nach 2016 vorgesehene Tilgung der Schulden über einen Zeitraum von ca. 20–25 Jahren gelingt, dürfte von mehreren Faktoren abhängen. Zum einen setzt in jeder Volkswirtschaft die Entschuldung des öffentlichen Sektors eine gegenläufige niedrigere Ersparnis (bzw. höhere Verschuldung) des privaten Sektors und/oder des Auslandes voraus.⁹ Eine Erhöhung der Verschuldung des Auslandes dürfte für die Eurozone insgesamt nur schwer möglich sein, da sie mit einer Verbesserung der Leistungsbilanz der gesamten Eurozone einhergehen würde. Das Ausland (Asien, Amerika...) müsste hierzu bereit sein, deutlich mehr Waren und Dienstleistungen in Europa einzukaufen. Ein Blick auf die Daten zeigt allerdings, dass viele Schwellenländer ebenfalls versuchen, diesen Entwicklungspfad einzuschlagen und die USA bereits ein großes Problem mit

überhöhten Leistungsbilanzdefiziten haben. Was für die Eurozone als Block schwer möglich ist, ist für die südlichen Mitgliedsländer gleichwohl die Voraussetzung einer nachhaltigen Erholung. Die Eurokrise veranschaulicht, dass dauerhafte Leistungsbilanzdefizite und damit eine erhöhte Auslandsverschuldung das Potential für plötzlichen Kapitalentzug beinhalten – bis hin zur Flucht aus staatlichen Schuldentiteln. Deswegen sollten die Südländer eine Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen durch mehr Exporte in den Rest der Eurozone und nach Übersee anstreben.

Soll die öffentliche Schuldentilgung gelingen, bleibt den wettbewerbsfähigeren Ländern des Nordens der Weg einer weiteren Steigerung der Exporte versperrt. Bei einer erfolgreichen Stabilisierung der Eurozone werden sie vermutlich sogar mit einem relativen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und Exportmärkten leben müssen, denn die Eurozone als Ganzes wird bei einer erfolgreichen Krisenbekämpfung eher weniger als mehr exportieren können.¹⁰ Eine öffentliche Schuldentilgung erfordert unter diesen Umständen hauptsächlich eine geringere Ersparnis bzw. eine stärkere Verschuldung des Privatsektors. Dies kann vor allem bei einem guten Wirtschaftswachstum gelingen, wenn die Unternehmen ihre Kredite für die Finanzierung von Investitionen ausweiten. Wo die Politik dazu in der Lage ist, sollte sie folglich ein Wachstum des Binnenmarktes in den bisherigen Exportländern der Eurozone unterstützen. Eine innovative Wirtschaftsförderung, Umverteilungsmaßnahmen (wie beispielsweise Mindestlöhne) und eine effektive staatliche Ausgabenpolitik können hierzu beitragen. Vor allem dürfte aber eine europäische Institution in Zukunft einen wesentlich höheren Stellenwert genießen als noch vor der Finanzkrise: Die Europäische Zentralbank wird entscheidend dabei sein, den monetären Wachstumsmantel der Eurozone insgesamt ausreichend weit auszugestalten. Mit ihrer Zinspolitik hat sie die Mittel dazu, unternehmerische Investitionen attraktiv zu gestalten. Dazu ist keine Begrenzung ihrer Autonomie erforderlich. Das EZB-Mandat sollte allerdings in einem Akt der europäischen Gesetzgebung um ein explizites Wachstumsziel erweitert werden, das nach dem Vorbild der US-amerikanischen Zentralbank Fed dem Ziel der Preisstabilität ebenbürtig ist.

9. Für eine Darstellung dieser Identität vgl. M. Brecht, S. Tober, T. van Treeck, A. Truger (2010): Squaring the circle in Euroland? Some remarks on the Stability and Convergence Programmes 2010–2013, IMK Working Paper 3/2010.

10. Das ist eine Folge des so genannten Triffin-Dilemmas, nachdem Länder mit einer erfolgreichen Reservewährung eine erhöhte internationale Nachfrage nach ihren Vermögenstiteln erfahren. Als Folge einer geglückten Euro-Stabilisierung käme es deshalb vermutlich längerfristig zu einer Aufwertung des Euro und in Verbindung damit zu einem Leistungsbilanzdefizit der Eurozone als Ganzes.

Zweifellos gibt es einen möglichen Zielkonflikt zwischen der Förderung von Wachstum einerseits und der Begrenzung von Preissteigerungen andererseits. Dieser Zielkonflikt ist Gegenstand einer lange zurückreichenden ökonomischen Debatte über den *trade-off* von Arbeitslosigkeit und Inflation. Neuere Forschungen haben aber gezeigt, dass es in Abhängigkeit von den Arbeitsmarktinstitutionen einen Spielraum der Geldpolitik zur Förderung des Wachstums gibt.¹¹ Bei einem doppelten Mandat müsste die EZB wie die Fed einen konstruktiven Umgang mit dieser Problematik finden. In der derzeitigen Situation eines in erster Linie auf Preisstabilität fokussierten EZB-Mandats kann bezweifelt werden, ob in der EU ein konstruktiver Umgang mit diesem *trade-off* möglich ist. Zur Illustration ist das deutsche Beispiel besonders geeignet. Während hierzulande bereits mit den bisherigen Anleihekäufen der EZB große Gefahren für die Preisstabilität verbunden werden, macht man sich anderenorts in Europa Sorgen um den Fortbestand der Eurozone, sollte eine Beteiligung der EZB als letzte Instanz in der Krisenbekämpfung nicht möglich sein. Der Schuldentilgungspakt sieht hingegen keine weiteren Anleihekäufe der EZB vor. Die Erfolgsaussichten der durch den Schuldentilgungspakt bezweckten Konsolidierung hängen aber entscheidend von den weiteren Rahmenbedingungen für Wachstum ab. Letztlich ist die Politik gefragt, dies durch ein geeignetes Mandat der EZB zu unterstützen.

11. Hierzu gibt es einige jüngere neu- und postkeynesianische Arbeiten, die von alternativen Spezifikationen der Phillipskurve ausgehen; vgl. Akerlof, G.A., Dickens, W.T., and Perry, G.L. (2000): Near-Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1: 1–60; sowie Pusch, T. (2009): *Policy Games: die Interaktion von Lohn-, Geld- und Fiskalpolitik im Lichte der unkooperativen Spieltheorie*, Lit Verlag, Zürich (in Verbindung mit einer spieltheoretischen Argumentation). Spieltheoretisch argumentiert ebenfalls Dullien, S. (2004): *The interaction of monetary policy and wage bargaining in the European Monetary Union: lessons from the endogenous money approach*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, Hampshire (u.a.).



Über den Autor

Dr. Toralf Pusch ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftsforschung Halle.

Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse | Abteilung Internationaler Dialog
Hiroshimastraße 28 | 10785 Berlin | Deutschland

Verantwortlich:
Dr. Gero Maaß, Leiter Internationale Politikanalyse

Tel.: ++49-30-269-35-7745 | Fax: ++49-30-269-35-9248
www.fes.de/ipa

Bestellungen/Kontakt hier:
info.ipa@fes.de

Die Internationale Politikanalyse (IPA) ist die Analyseeinheit der Abteilung Internationaler Dialog der Friedrich-Ebert-Stiftung. In unseren Publikationen und Studien bearbeiten wir Schlüsselthemen der europäischen und internationalen Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Unser Ziel ist die Entwicklung von politischen Handlungsempfehlungen und Szenarien aus der Perspektive der Sozialen Demokratie.

Diese Publikation erscheint im Rahmen der Arbeitslinie »Europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik«, Redaktion: Dr. Björn Hacker, bjoern.hacker@fes.de; Redaktionsassistentz: Nora Neye, nora.neye@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Diese Publikation wird auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft gedruckt.



ISBN: 978-3-86498-053-4