

Schmidt, André

**Conference Paper**

## Elemente einer Fiskalverfassung für die Eurozone

Beiträge zur Jahrestagung des Ausschusses für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik im Verein für Socialpolitik: "Die EU-Institutionen im Lichte der Schuldenkrise", 28.-30. September 2014, Göttingen

**Provided in Cooperation with:**

Ausschuss für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik, Verein für Socialpolitik

*Suggested Citation:* Schmidt, André (2014) : Elemente einer Fiskalverfassung für die Eurozone, Beiträge zur Jahrestagung des Ausschusses für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik im Verein für Socialpolitik: "Die EU-Institutionen im Lichte der Schuldenkrise", 28.-30. September 2014, Göttingen, Verein für Socialpolitik, Ausschuss für Wirtschaftssysteme und Institutionenökonomik, Münster

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/107394>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Elemente einer Fiskalverfassung für die Eurozone

*Andre' Schmidt Universität Witten/Herdecke; EBS Universität für Wirtschaft und Recht*

## 1. Ausgangslage

Seit dem Frühjahr 2010 durchlebt die noch junge Europäische Währungsunion ihre bisher schwerste Krise. Die Erwartungen, dass die Europäische Währungsunion zu einer stärkeren realwirtschaftlichen und institutionellen Konvergenz führt, haben sich nicht erfüllt. Im Gegenteil seit dem Beginn der Währungsunion hat sich die Divergenz zwischen den Mitgliedstaaten erhöht. Für diese divergente Entwicklung sind mehrere Faktoren verantwortlich. So erhöhte beispielsweise die mit der Zinskonvergenz einhergehende Zinssenkung für die Mitgliedstaaten, die sich vor der Währungsunion nur zu vergleichsweise hohen Zinsen verschulden konnten, die Anreize, die öffentliche Verschuldung weiter auszudehnen. In diesem Zusammenhang wird auch von der Schuldenmechanik des Euro gesprochen (*Baumgarten/Klodt 2010*). Die durch die höhere öffentliche wie auch private Verschuldung hervorgerufene dynamischere Wirtschaftsentwicklung in diesen Staaten führte auf den verschiedenen Märkten zu einer gefährlichen Blasenbildung. In Spanien und Irland zu einer Immobilienblase und in Griechenland zu einer Konsumblase. Aufgrund der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in diesen Ländern sanken gleichzeitig auch die Anreize, notwendige Strukturreformen beispielsweise auf den Arbeits- und Dienstleistungsmärkten zu implementieren. Das aufgrund der höheren Verschuldung ausgelöste Wirtschaftswachstum täuschte über die bereits bestehenden strukturellen Defizite in diesen Ländern hinweg. Mit dem einhergehenden Anstieg der realen Lohnstückkosten verloren diese Länder jedoch mehr und mehr an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, was sich insbesondere in den wachsenden Leistungsbilanzdefiziten bemerkbar machte. Im Gegensatz zu der Entwicklung in den Peripheriestaaten verloren die Länder, die bereits vor der Währungsunion sich zu einem geringen Zinssatz verschulden konnten, ihren Zinskostenvorteil, was insbesondere in Deutschland zu rezessiven Entwicklungen nach dem Beginn der Währungsunion führte. Aufgrund dieser Situation sahen sich diese Länder gezwungen, ihre Arbeitsmärkte zu reformieren und entsprechende Strukturreformen durchzusetzen, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Dies zeigte sich beispielsweise an den Hartz-Reformen in Deutschland.

Mit dem starken Einbruch des Wirtschaftswachstums im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise 2007/08 traten die ökonomischen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten deutlich zutage. Das Platzen der Immobilienblasen in Spanien und Irland und den damit einhergehenden Banken Krisen sahen sich die Regierungen gezwungen, mittels umfangreicher Stützungsmaßnahmen den Finanzsektor vor dem

Kollaps zu bewahren. Dies führte in Irland und Spanien dazu, dass die öffentliche Verschuldung – die bis dahin den Vorgaben des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes entsprach – extrem ausgeweitet werden musste. Auch in den anderen Peripheriestaaten, insbesondere in Griechenland, Portugal und Italien sahen sich die Regierungen gezwungen, ihre ohnehin schon hohe öffentliche Verschuldung aufgrund weiterer Interventionsmaßnahmen und notwendiger Ausgabenprogramme zur Stimulierung der Konjunktur weiter auszuweiten. Als auf den internationalen Kapitalmärkten Zweifel an der Bonität dieser Länder und hier insbesondere Griechenlands und an einer fristgerechten Rückzahlung der Schulden geäußert wurden, erhöhten sich für diese Länder die entsprechenden Risikoaufschläge, was sich in der Form höherer Zinsforderungen niederschlug. Der Prozess der Zinskonvergenz war damit in der Europäischen Währungsunion beendet. Die sich für die Staaten zunehmenden verschlechternden Refinanzierungsbedingungen brachten insbesondere Griechenland an den Rand der Staatsinsolvenz, mit der Befürchtung von Ansteckungseffekten auch auf die anderen Peripheriestaaten. Die europäische Staatsschuldenkrise hatte ihren Anfang genommen und dominiert auch heute noch die ökonomische Situation in der Eurozone.

Die hier beschriebene ökonomische Krise deckt aber noch eine weitere Krise in der Eurozone auf: die institutionelle Krise. Ohne ein Versagen der institutionellen Regelungen der Europäischen Währungsunion hätte die Staatsschuldenkrise in diesem Ausmaß und dieser Intensität niemals entstehen können. Mit anderen Worten lässt sich konstatieren, dass die institutionellen Regelungen des Maastricht-Vertrags in ihrer Gesamtheit getrost als gescheitert angesehen werden können. Dies bezieht sich sowohl auf die Defizit-Regeln (Art. 126 AEUV) einschließlich des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (VO 1055/2005; VO 1056/2005) sowie die No bail out-Klausel (Art. 125 AEUV) als auch auf die Regelungen zum Schutz der Unabhängigkeit der Zentralbank (Art. 123 und 124 AEUV sowie Art. 130 AEUV). Im Moment existiert – obwohl bereits einige Reformmaßnahmen verabschiedet worden sind – ein gefährliches Vakuum bezüglich der institutionellen Regelung zur Aufrechterhaltung der fiskalischen Stabilität in der Eurozone. Es gibt zurzeit keine klaren Regelungen, wie die fiskalische Stabilität innerhalb der Eurozone dauerhaft gewährleistet werden kann. Eine Verschärfung dieser Situation hat sich insbesondere auch durch das von der Europäischen Zentralbank angekündigte OMT-Programm ergeben. Sollte die Europäische Zentralbank tatsächlich von diesem OMT-Programm Gebrauch machen, wird die Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik endgültig aufgegeben, wodurch das Tor in eine Verschuldungsunion und Monetarisierung der Staatsschulden weit geöffnet werden würde. Daher bedarf es dringend einer grundsätzlichen Neuordnung der fiskalischen Regeln innerhalb der Eurozone. Ohne eine solche Fiskalverfassung wird die existierende Krise nicht zu überwinden sein.

Ziel des nachfolgenden Beitrages ist es daher, die Elemente einer solch notwendigen Fiskalverfassung zu skizzieren, welche die fiskalische Stabilität innerhalb der Eurozone zu garantieren vermag. Zunächst wird die Notwendigkeit einer Fiskalverfassung in einer Währungsunion diskutiert. Daran anschließend werden auf dieser Basis die Anforderungen an eine glaubwürdige Fiskalverfassung normativ abgeleitet. Inwieweit die bisher implementierten Reformmaßnahmen geeignet sind, dauerhaft fiskalische Stabilität in der Eurozone zu gewährleisten, wird anhand der Gegenüberstellung mit den normativen Anforderungen erörtert. Der Beitrag endet mit einer Ableitung von Handlungsempfehlungen für die institutionellen Reformen der fiskalischen Regeln in der Eurozone.

## **2. Notwendigkeit einer Fiskalverfassung in einer Währungsunion**

Aufgabe einer Fiskalverfassung in einer Währungsunion ist es zu regeln, wer über die staatlichen Einnahmen und Ausgaben sowie über die Verschuldung eines Mitgliedstaates entscheidet, und wer für die entstehenden Staatsschulden haftet (*Fuest/Heinemann/Schröder 2014*). Diese Aspekte beschreiben die substanziellen Elemente einer Fiskalverfassung. Dabei gilt grundsätzlich zu beachten, dass eine wirksame und anreizkompatible Fiskalpolitik nur dann erreicht werden kann, wenn grundsätzlich die Entscheidungskompetenz über die Höhe der Staatsverschuldung und die Haftung für die Staatsverschuldung auf der gleichen Ebene angesiedelt sind (Ebenenkongruenz). Eine gemeinschaftsweite Haftung der Staatsschulden ist nur dann möglich, wenn auch die Kompetenz über die Bestimmung der Einnahmen und Ausgaben und damit über das Ausmaß der Staatsverschuldung auf die Gemeinschaftsebene übertragen wird. Verbleibt dagegen die Kompetenz für die Staatsverschuldung bei den Mitgliedstaaten, so müssen auch die Mitgliedstaaten für die Staatsverschuldung die Haftung übernehmen. Eine dezentrale Entscheidungskompetenz über die Höhe der Staatsverschuldung, bei gleichzeitig gemeinschaftsweiter Haftung, würde nur die Anreize zum moral hazard-Verhalten erhöhen. Daher ist es Aufgabe einer Fiskalverfassung, diese verschiedenen Ebenen anreizkompatibel zu regeln (*Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen 2012*). In diesem Zusammenhang kann man zwischen einer dezentralen Fiskalverfassung, bei der die Haushaltskompetenz und Haftung bei den Mitgliedstaaten verbleiben und einer zentralen Fiskalverfassung, bei der die Haushaltskompetenz und die Haftung auf der zentralen Ebene angesiedelt sind, unterscheiden.

Welches Modell für die Eurozone das besser geeigneter ist, wird nun anhand der ökonomischen Notwendigkeit einer Fiskalverfassung in einer Währungsunion diskutiert. Die Notwendigkeit und Anforderungen an eine Fiskalverfassung werden

dabei vor dem Hintergrund der Theorie optimaler Währungsräume, den Anreize zum moral hazard-Verhalten und dem erforderlichen Schutz der Unabhängigkeit der Notenbank diskutiert.

## **2.1 Fiskalverfassung und die Theorie optimaler Währungsräume**

Die Theorie optimaler Währungsräume liefert wichtige Argumente dafür, dass auch in einer Währungsunion die fiskalpolitischen Kompetenzen auf der dezentralen Ebene der Mitgliedstaaten verbleiben sollten. Nach dieser Theorie verbleibt bei zentralisierter Geldpolitik den einzelnen Mitgliedstaaten nur die nationale Fiskalpolitik zur Absorption asymmetrischer Schocks, sofern diese nicht ausreichend durch eine hohe Faktormobilität bzw. Preis- und Lohnflexibilität ausgeglichen werden können (*de Grauwe* 2009, 224). Insofern würden Regeln, die im Rahmen einer zentralen Fiskalverfassung die fiskalische Autonomie der Mitgliedstaaten beschränken, die Handlungsoptionen der nationalen Regierungen bei Auftreten exogener asymmetrischer Schocks ineffizient begrenzen (*Moesen/van Rumpuy* 1990, 124).

Auch aus empirischer Sicht finden sich zunächst ebenfalls nur wenige Hinweise auf die Notwendigkeit zur Begrenzung der fiskalischen Autonomie durch eine zentralisierte Fiskalverfassung. Im Gegenteil, die empirische Evidenz zeigt, dass gerade dezentral angesiedelte finanzpolitische Kompetenzen zu geringeren Defiziten führen als im Fall eines hohen Zentralisierungsgrades (*McKinnon* 1997). Darüber hinaus lässt sich empirisch zeigen, dass die weltweit beobachtbaren höheren Verschuldungsquoten erst massiv nach dem Zusammenbruch des Abkommens von Bretton Woods an Bedeutung gewonnen haben (*McKinnon* 1997). Daraus könnte die Schlussfolgerung gezogen werden, dass zumindest langfristig eine Währungsunion (bzw. ein System fester Wechselkurse) disziplinierende Wirkungen auch auf die nationalen Finanzpolitiken entfalten würde, wodurch die Beschränkung der fiskalpolitischen Autonomie in einer Währungsunion infrage zu stellen sei. Die hier vorgestellte Argumentation zeigt, dass insbesondere aus der ökonomischen Theorie optimaler Währungsräume und der Empirie, sich auf den ersten Blick keine eindeutige theoretische Legitimation für die Notwendigkeit der Existenz einer zentralisierten Fiskalunion ableiten lässt, die die fiskalische Autonomie der nationalen Regierungen in einer Währungsunion begrenzen. Dies gilt umso mehr, je weniger das Währungsgebiet den Bedingungen eines optimalen Währungsraumes entspricht. Mit Blick auf die gegenwärtige Situation und der beobachtbaren makroökonomischen Divergenz in der Eurozone kann davon ausgegangen werden, dass die Eurozone weit davon entfernt ist, einen optimalen Währungsraum zu bilden. Gerade daher ist es notwendig, dass die Haushaltskompetenz auf der Ebene der Mitgliedstaaten verbleibt.

## 2.2 Fiskalverfassung zur Verhinderung von moral hazard-Verhalten

Verbleibt die Haushaltskompetenz auf der Ebene der Mitgliedstaaten, so muss die Fiskalverfassung sicherstellen, dass die Verfolgung der nationalen Fiskalpolitiken zu keinen negativen externen Effekten für die anderen Mitgliedstaaten führt. Ist dies nicht gewährleistet, ergeben sich erhebliche Anreize zum moral hazard-Verhalten zulasten der anderen Mitgliedstaaten. Die Berücksichtigung solcher möglichen Spillover- und externen Effekten stellt eine wesentliche Legitimationsgrundlage für die Notwendigkeit einer Fiskalverfassung in einer Währungsunion dar (*Ohr/Schmidt 2006*).

In einer Währungsunion hat die nationale Finanzpolitik auch Auswirkungen auf die anderen Mitgliedstaaten. Diese Argumentation basiert dabei auf der Annahme, dass wachsende kreditfinanzierte Staatsausgaben eines Mitgliedstaates zu negativen Spillovers oder externen Effekten bei den anderen Teilnehmern der Währungsunion führen. Werden diese Externalitäten nicht ausreichend internalisiert, so nehmen in einer Währungsunion die Anreize zur Erhöhung kreditfinanzierter Staatsausgaben zu.

Eine Möglichkeit für das Auftreten von Spillover-Effekten sind die sogenannten Zinseffekte. Unter der Annahme, dass das Kreditangebot in einer Währungsunion nicht vollkommen zinselastisch ist, führt eine gesteigerte Kreditaufnahme eines Mitgliedstaates zu höheren Zinskosten für alle anderen Kreditnehmer.<sup>1</sup> Zunächst ist festzustellen, dass es sich bei dieser Art von Spillover-Effekten nicht um technologische externe Effekte handelt, sondern um pekuniäre externe Effekte (*Viner 1932*). Aus der Allokationstheorie ist bekannt, dass pekuniäre externe Effekte keiner unmittelbaren Internalisierung bedürfen, da sie nur Ausdruck geänderter Knappheitsrelationen sind. Somit würde sich auch keine zwingende Notwendigkeit für die Existenz fiskalischer Regeln ergeben, da pekuniäre externe Effekte in der Form von Zins Spillover-Effekten zu keinen Ineffizienzen führen würden (*Eichengreen/Wyplosz 1998, 67; Buiter/Grafe 2003, 92*). Diese Ansicht greift jedoch zu kurz. Wird von der idealisierenden Annahme einer Welt vollkommenen Wettbewerbs abgewichen und stattdessen unvollständige Informationen sowie die Existenz von Anpassungsfriktionen unterstellt, so können auch pekuniäre externe Effekte den Allokationsmechanismus verzerren und somit wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf hervorrufen. Deutlich wird dies, wenn man die Anreizbedingungen genauer untersucht. Erhöht ein Staat seine Staatsverschuldung, so hat er – wenn er nicht Teilnehmer an einer Währungsunion ist – auch die Kosten bspw. in Form gestiegener Zinsen, eines höheren Risikoaufschlags sowie einer Veränderung des Wechselkurses seiner heimischen Währung dafür allein zu tragen. In einer Währungsunion werden diese Kosten nun aber auch von allen übrigen

---

<sup>1</sup> Diese beschriebenen spill-over Effekte müssen sich nicht zwangsläufig nur auf die Zinsen beschränken, sie können ebenfalls auch in der Form von Wechselkurs spill over-Effekten oder Preiseffekten auftreten.

Teilnehmerstaaten mitgetragen, während sie für den Verursacher geringer werden, wodurch die Anreize zur Erzeugung übermäßiger Defizite in einer Währungsunion zunehmen. Auch wenn es sich hierbei streng genommen um pekuniäre externe Effekte handelt, führen diese im Ergebnis zu einer Fehlallokation, da ein Teil der Kosten auf unbeteiligte Dritte abgewälzt werden kann. Diese pekuniären externen Effekte sind institutionell – durch falsche Anreizbedingungen – bedingt und können daher ebenso der Internalisierung bedürfen wie die technologisch bedingten Externalitäten (Holzmann, R./Y. Hervé/ R. Demmel 1996; Beetsma, R./L. Bovenberg 2002).

Deutlicher lässt sich die Notwendigkeit von Fiskalregeln beim Auftreten technologischer Externalitäten begründen. Mit Blick auf die Währungsunion würde eine solche technologische Externalität dann vorliegen, wenn die zusätzliche Neuverschuldung eines Landes zu dessen Staatsbankrott führen würde und ein Teil dieser Staatsschuld durch die Partnerländer getragen werden müsste. Allerdings schließt der EG-Vertrag gem. Art. 125 AEUV eine Haftung der Gemeinschaft sowie der Mitgliedstaaten für Schulden einzelner Mitgliedstaaten explizit aus. Die so formulierte No bail out-Klausel könnte daher als ein wirksamer Schutz gegen diese negativen technologischen Externalitäten interpretiert werden. Für die Wirksamkeit des Haftungsausschlusses ist jedoch weniger von Relevanz, ob dieser kodifiziert wurde, sondern vielmehr, ob dieser auch glaubwürdig ist (Rolf 1996, 43). Diese Glaubwürdigkeit des Haftungsausschlusses ist jedoch, nicht zuletzt durch die Krisenbekämpfungsmaßnahmen des Europäischen Rates, in Zweifel zu ziehen, insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Europäische Union vor allem auch als Solidargemeinschaft konzipiert ist. Insofern sind an der Glaubwürdigkeit der No bail out-Klausel berechtigte Zweifel angebracht.

Für die Analyse der externen Effekte kreditfinanzierter Staatsausgaben ist nun von Bedeutung, dass allein durch das Vorliegen einer unglaubwürdigen no bail out-Klausel bereits externe Effekte einer nationalen Verschuldung auf die anderen Mitgliedstaaten ausgehen. Diese kommen dann zum tragen, wenn die Märkte eine mögliche Unterstützung der Gemeinschaft im Falle nationaler Schuldenkrisen antizipieren. In diesem Fall reduzieren sich die notwendigen Risikoaufschläge im Zins für das einzelne sich verschuldende Land, wodurch die Anreize für eine höhere Staatsverschuldung zunehmen. Somit wird jede Nettokreditaufnahme innerhalb einer Wirtschafts- und Währungsunion falsch bepreist, woraus alloкатive Ineffizienzen resultieren (Issing 1993, 181). Dies führt zu erheblichen Fehlanreizen innerhalb der Währungsunion, was moral hazard-Verhalten begünstigt und legitimiert damit die Notwendigkeit einer Fiskalverfassung.

### **2.3 Fiskalverfassung zum Schutz der Geldwertstabilität und Unabhängigkeit der Zentralbank**

Die Notwendigkeit einer Fiskalverfassung in einer Währungsunion kann auch auf der Basis der Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik begründet werden. Das zentrale Argument lautet, dass eine stabilitätsorientierte Geldpolitik stets von einer stabilitätsorientierten Fiskalpolitik flankiert werden muss. So kann die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank bei einer wachsenden Staatsverschuldung unterminiert werden, wenn die verschuldeten nationalen Regierungen versuchen, mittels moralischem Druck auf die Zentralbank, die Zinsbelastung zu senken oder gar mittels einer höheren Inflationsrate den Realwert der Verschuldung zu senken. Daher können übermäßige Defizite das Ziel der Geldwertstabilität direkt gefährden (*Sargent/Wallace* 1981, 1).

Unter der Annahme, dass sich die Europäische Zentralbank einzig und allein am Primärziel der Geldwertstabilität orientiert, müssten daraus zunächst noch keine unmittelbaren negativen Folgen für die Geldwertstabilität resultieren. Allerdings ist zu hinterfragen, ob die Zentralbank das Ziel der Geldwertstabilität unabhängig von der Fiskalpolitik erreichen kann oder ob nicht vielmehr die sich zwischen Fiskal- und Geldpolitik ergebenden Interdependenzen zu berücksichtigen sind (*Walsh* 2010, 140).

Zunächst ist darauf abzustellen, dass es sich bei der Inflation um ein rein monetäres Phänomen handelt. Dieser Interaktionsmechanismus lässt sich dabei wie folgt erklären: je mehr Länder in einer Währungsunion die Strategie einer zunehmenden Staatsverschuldung betreiben, umso größer ist die Gefahr, dass dadurch auch die Unabhängigkeit der gemeinsamen Zentralbank belastet wird. Die nationalen Regierungen versuchen, um die Zinsbelastung in ihren Budgets zu reduzieren, moralischen Druck auf die Zentralbank auszuüben, damit diese eine gemäßigte Zinspolitik betreibt. Auch kommt den nationalen Regierungen ein hierdurch eventuell entstehendes höheres Maß an Inflation nicht ungelegen, da dieses den Realwert ihrer Staatsschuld senkt, ohne dass sie für diese „Inflationssteuer“ zur Verantwortung gezogen werden. Damit würden hohe Haushaltsdefizite den Druck auf die Zentralbank erhöhen, eine expansivere Geldpolitik zu praktizieren.

Einen direkten Einfluss der Finanzpolitik auf das Preisniveau auch ohne akkommodierende Geldpolitik unterstellt die fiskalische Theorie des Preisniveaus (*Leeper* 1991, 129; *Sims* 1993, 381 ff.; *Woodford* 2001, 669). Hierbei wird die Inflation nicht nur als ein rein monetäres, sondern auch als ein fiskalisches Phänomen betrachtet. Nach der „Fiscal Theory of the Price Level“ ist die Zentralbank allein nicht in der Lage,

Geldwertstabilität zu garantieren, wenn die Budgetpolitik offensichtlich nicht beabsichtigt, von ihrer expansiven Ausgabenpolitik abzuweichen (*Canzoneri/Diba* 2001, 53). Ausgangspunkt der Betrachtung ist hier die formale Bedingung eines langfristig ausgeglichenen Staatshaushaltes. Dieses intertemporale Haushaltgleichgewicht ist formal immer dann erfüllt, wenn der reale Gegenwartswert der Staatsverschuldung dem realen Zukunftswert der erwarteten Überschüsse entspricht (*Creel/Sterdyniak* 2002). Damit kommt dem Preisniveau bei der Herstellung des langfristigen Haushaltgleichgewichts eine wesentliche Bedeutung zu. Entsprechend dem Aussagegehalt der fiskalischen Theorie des Preisniveaus auf der Basis des intertemporalen Haushaltgleichgewichtes könne jede Regierung jederzeit die Zahlungsfähigkeit aufrechterhalten, indem die Inflationsrate nur hoch genug sein muss, damit der Gegenwartswert der Staatsverschuldung dem Zukunftswert der erwarteten Überschüsse entspricht. Unterstellt man weiterhin, dass die politischen Akteure in ihren Entscheidungen nur die kurzfristige Perspektive beachten, so werden sie ihre Entscheidungen über das Haushaltsdefizit ohne Berücksichtigung der zukünftig langfristig zu erzielenden Einnahmen treffen.<sup>2</sup>

Die Beschreibung und Modellierung der Transmissionsmechanismen, wie die kreditfinanzierte Fiskalpolitik tatsächlich auch ohne akkommodierende Geldpolitik zu einer höheren Inflationsrate führt, sind jedoch in der wissenschaftlichen Diskussion stark umstritten (*Kocherlakota Phelan* 1999; *Niepelt*, 2004). Die Kritik daran ist keineswegs nur auf die unzureichende Modellierung der Transmissionsmechanismen (*McCallum/Nelson* 2006, 9) beschränkt, sondern bezieht sich auch auf die unzulässige Vermischung von Budget- und Gleichgewichtsbedingungen (*Buiter* 2002, 459). Daher werden die Ansätze der fiskalischen Theorie des Preisniveaus häufig als rein theoretische Diskussion ohne empirischen Gehalt angesehen.

Unabhängig von den modelltheoretischen Darstellungen hat die jüngste Krise innerhalb der Eurozone deutlich gezeigt, dass in der Situation einer drohenden Staatsinsolvenz auch der Druck auf die Zentralbank erheblich wächst. Unmittelbar nach Ausbruch der Krise begann die Europäische Zentralbank mit dem direkten Ankauf von Staatsanleihen der von der Krise betroffenen Mitgliedstaaten am Sekundärmarkt. Die Grundlage hierfür bildeten die Beschlüsse über das Securities Markets Program (SMP) des EZB-Rates vom 14. Mai 2010. Mithilfe der Stützungskäufe, insbesondere zunächst griechischer Staatsanleihen sollte ein weiterer Zinsanstieg verhindert werden. Gleichzeitig wurden die Bonitätsschwellenwerte für die Notenbankfähigkeit griechischer, irischer und portugiesischer Staatsanleihen und für von diesen Staaten garantierte private Schultitel ausgesetzt. Beide Maßnahmen zusammen, der Ankauf von Staatsanleihen und das Aussetzen der Bonitätsschwellenwerte, können als ein Verstoß gegen die

---

<sup>2</sup> Das heißt, es wird unterstellt, dass es sich um ein „Non-Ricardian“ Regime handelt.

Vorschriften der Art. 123, 124 und 125 AEUV angesehen werden. So besteht der Verdacht, dass der Ankauf der Staatsanleihen nicht aus geldpolitischen Motiven im Rahmen der Offenmarktpolitik erfolgte, sondern rein unter fiskalpolitischen Gesichtspunkten zur Stützung der Staaten Griechenland, Irland und Portugal (Kerber 2011, 23). Sollte dies der Fall sein, dann hat die EZB auch gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV verstoßen, auch wenn dieser nur den unmittelbaren Erwerb von Schuldtiteln der Mitgliedstaaten auf dem Sekundärmarkt untersagt, während deren mittelbarer Erwerb zulässig ist. Das Mandat des Art. 123 Abs. 1 AEUV bezieht sich jedoch nur auf die Offenmarktoperationen der EZB, nicht jedoch eventueller fiskalpolitischer Stützungskäufe (Kerber 2011, 31). Darüber hinaus verstieße die Suspendierung der Bonitätsschwellenwerte nicht nur gegen das Verbot des bevorrechtigten Zugangs zur Refinanzierung durch die EZB (Art. 124 AEUV), sondern auch gegen den Haftungsausschluss gem. Art. 125 AEUV.

Nicht nur aus rechtlicher Sicht, sondern auch aus ökonomischer Sicht lassen sich erhebliche Bedenken gegen das von der EZB im Mai 2010 begonnene SM-Programm vorbringen (Kerber 2011, 53.). Der Anstieg der Zinsen für die Staatsanleihen der Krisenstaaten ist zunächst nichts anderes als ein Gleichgewichtsprozess. Da es für die Anleihen von Schuldern zweifelhafter Bonität kaum noch Nachfrage gibt, führt der Angebotsüberschuss zu einem Zinsanstieg. Erst wenn die Zinsen stark genug gestiegen sind, kann der Angebotsüberschuss abgebaut werden. Erfolgt nun durch die Intervention der EZB eine Angebotsverknappung, so führt dies dazu, dass der Zinsanstieg gebremst wird, und den Staaten Refinanzierungsbedingungen eingeräumt werden, die nicht in Einklang mit den marktgerechten Konditionen stehen. Das Marktgleichgewicht wird damit gestört. Dies ist als eine gravierende Wettbewerbsverzerrung auf den europäischen Märkten, auf denen Staatsanleihen gehandelt werden, anzusehen. Das Zinsniveau wird gestört und entspricht nicht mehr den Erwartungen und Einschätzungen der Marktteilnehmer. Individuelle Risikobewertungen und die auf ihnen beruhenden Anlageentscheidungen werden verzerrt. Die bisherigen Inhaber staatlicher Schuldverschreibungen werden von ihren schlechten Risiken befreit. Marktgewollte Sanktionen werden damit ausgeschaltet und gleichzeitig werden damit die schlechten Schuldner belohnt, da sie sich zu einem nicht marktgerechten, geringen Zinsniveau refinanzieren können. Betreibt eine Zentralbank eine faktische Kursstabilisierung für staatliche Wertpapiere, so wirkt dies wie eine Monetarisierungsgarantie für diese staatlichen Schuldtitel. Die Geldpolitik gerät somit in den Sog der Fiskalpolitik, was nachhaltig die Unabhängigkeit der Geldpolitik und damit auch die Glaubwürdigkeit der Zentralbank gefährdet.

Im September 2012 wurde das SM Programm durch das OMT (Outright Monetary Transaction) – Programm ersetzt. Nachdem bis zum Sommer 2012 die von der EZB und

vom Europäischen Rat ergriffenen Maßnahmen wenig Erfolg zeigten, kündigte im Sommer 2012 der EZB Präsident *Mario Draghi* an, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen der von der Krise betroffenen Staaten am Sekundärmarkt anzukaufen. Damit sollte den Finanzmärkten signalisiert werden, dass eine Spekulation auf die Insolvenz eines Mitgliedstaates nicht von Erfolg gekrönt sein wird, da die EZB bereit ist, die Staatsanleihen – auch um einen weiteren Zinsanstieg zu verhindern – unlimitiert anzukaufen. Diese Ankündigung verfehlte ihre Wirkung nicht, denn nach dem Inkrafttreten des OMT-Programms näherten sich die Zinsen wieder deutlich an. D.h., die Ankündigung der EZB, notfalls die Staatsanleihen unbegrenzt anzukaufen, wirkte auf die Finanzmärkte wie eine Garantieerklärung, was zu einer deutlichen Zinssenkung der Staatsanleihen der von der Krise betroffenen Staaten führte. Die Zinsdifferenzen zur Rendite deutscher Staatsanleihen gingen im Herbst 2012 deutlich zurück.

Nachdem bereits das SM-Programm der EZB auf erhebliche ökonomische und rechtliche Bedenken stieß, haben sich diese mit der Ankündigung des OMT-Programms noch drastisch verstärkt. Mit der Ankündigung, unlimitiert Staatsanleihen anzukaufen, hat die EZB ihr geldpolitisches Mandat weiter ausgeweitet und befindet sich in einer gefährlichen Nähe zur Monetarisierung der Fiskalpolitik. An dieser kritischen Einschätzung vermag auch das Regelwerk zur Implementierung des OMT-Programms wenig ändern (*Belke 2014*). Um die Nähe zur Monetarisierung von Staatsschulden zu vermeiden, können laut der EZB am OMT-Programm nur solche Staaten teilnehmen, welche dem EFSF bzw. ESM-Programm unterliegen und regelmäßig Staatsanleihen am Kapitalmarkt begeben können. Damit hätten zum Zeitpunkt der Ankündigung im Herbst 2012 weder Spanien, Italien noch Portugal und Griechenland an dem Programm teilnehmen können. Der Zugang zum OMT-Programm kann jedoch im Rahmen des *precautionary programme* (EZB 2012) erfolgen, in dem sich die Länder zu entsprechenden Reformmaßnahmen (Konditionalität) verpflichten. Dadurch soll die Verlustwahrscheinlichkeit für die EZB aus etwaigen Anleihenkäufen reduziert werden. Eine wesentliche Voraussetzung jedoch für den Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen des *precautionary programmes* ist, dass der monetäre Transmissionsmechanismus nachhaltig gestört sein muss.

Mittels dieser „restriktiven“ Bedingungen möchte die EZB sicherstellen, dass es sich bei diesem Programm nicht um eine versteckte Staatsfinanzierung handelt und die Anleihen zinsen nicht künstlich gesenkt werden. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass dies tatsächlich der Fall ist. Entscheidend hierfür ist, dass durch die Ankündigung der EZB, aus der Sicht vieler Anleger das Verlustrisiko weitgehend reduziert wurde. Dies gilt umso mehr, als dass die EZB angekündigt hat, keinen bevorrechtigten Gläubigerstatus einzunehmen (*Westermann 2013*). Ein bevorrechtigter Gläubigerstatus bedeutet, dass im Falle einer Insolvenz diese Gläubiger bevorzugt bedient werden

müssen. Damit unterscheidet sich das OMT-Programm der EZB erheblich vom ESM-Programm, da der europäische Stabilitätsmechanismus im Gegensatz zur EZB über einen bevorrechtigten Gläubigerstatus verfügt. Dies dürfte erheblich zu einer Senkung der Anleihezinsen beigetragen haben, da es nun keine nachrangigen Gläubiger gibt, die für das höhere Risiko einen höheren Zins verlangen.

Aber auch aus weiteren Gründen hat die Ankündigung der EZB einen zinsenkenden Einfluss auf die Anleihen und damit eine wettbewerbsverfälschende Wirkung. Mit der Ankündigung der EZB wird jede Form eines extrem negativen Ereignisses für die Staatsanleihen der Krisenländer ausgeschlossen. Spekulative Attacken sind daher nicht mehr zu erwarten und eine Staatsinsolvenz kann nahezu ausgeschlossen werden. Der sich durch diese Erwartungen an den Kapitalmärkten herausbildende Zins hat daher nichts mehr mit der eigentlichen marktlichen Risikosituation zu tun, die Allokationsfunktion des Zinses wird damit außer Kraft gesetzt. Insofern wirkt die Ankündigung des OMT-Programms wie eine Zinssubvention. Damit reduziert aber auch die EZB die Anreize für die jeweiligen Staaten, ihre Reformprogramme effektiv durchzusetzen, da der Sanktionsmechanismus des Marktes ausgeschaltet wird.

Aufgrund der gravierenden Konstruktionsmängel der fiskalischen Regeln des Maastricht-Vertrags hat mittlerweile die EZB die Rolle des lender of last resort für die in Schwierigkeiten geratenen Mitgliedstaaten übernommen. Damit befindet sich die EZB zwangsläufig an der Nahtstelle zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Eine Trennung der geldpolitischen Aufgaben und der fiskalischen Risiken ist somit nahezu unmöglich, insbesondere dann, wenn eventuell auftretende Verluste nicht durch geeignete Garantien durch die Fiskalbehörden gedeckt sind. Damit verliert die EZB ihre monetäre Dominanz (*Illing/König* 2014, 548 ff.). Eventuelle Verluste, die aus ihren lender of last resort-Aktivitäten entstehen, müssten dann über eine Monetarisierung der Staatsschulden und den damit einhergehenden Inflationseffekten ausgeglichen werden. Damit wird deutlich, dass eine glaubwürdige, am Kriterium der Preisniveaustabilität orientierte unabhängige Geldpolitik nur dann existieren kann, wenn es eine funktionsfähige Fiskalverfassung gibt, die die Zentralbank von ihrer Rolle als lender of last resort für die Mitgliedstaaten befreit und ihre vollständige monetäre Dominanz garantiert.

## **2.4 Anforderungen an eine Fiskalverfassung für die Eurozone**

Auf der Basis der bisherigen Explikationen sollte die Fiskalverfassung für die Eurozone sicherstellen, dass die fiskalische Autonomie der Mitgliedstaaten unberührt bleibt. Das heißt, die Kompetenz über die Einnahmen und Ausgaben sowie über die Staatsverschuldung sollte ausschließlich auf der Ebene der Mitgliedstaaten verbleiben. Dies stellt sicher, dass die Mitgliedstaaten aufgrund der unzureichend erfüllten

Bedingungen eines optimalen Währungsraums mithilfe der Fiskalpolitik die Möglichkeit erhalten, exogene Schocks mittels fiskalpolitischer Maßnahmen zu absorbieren.

Um die Einheit von Handlung und Haftung zu verwirklichen, erfordert dies, dass klar geregelt sein muss, dass die Staaten auch für ihre Schulden haften. Die Fiskalverfassung sollte daher einen klaren Haftungsausschluss konstitutionalisieren. Ist diese nicht der Fall, kommt es zu den oben beschriebenen Anreizen zum moral hazard-Verhalten, was in Widerspruch zu einer an den Tragfähigkeitskriterien orientierten Haushaltspolitik steht. Gleichzeitig muss sichergestellt werden, dass im Fall einer Überschuldung eines Mitgliedstaates Regeln für die Abwicklung eines Staatsbankrottes einschließlich entsprechender Liquiditätshilfen existieren, die die Zentralbank nicht in die Verlegenheit bringen, als lender of last resort für diese Mitgliedstaaten einzuspringen. Die Fiskalverfassung muss daher – wie ausgeführt – die monetäre Dominanz der Zentralbank garantieren.

Vor diesem Hintergrund kann der gegenwärtige Status quo innerhalb der Eurozone nicht überzeugen. Während die Mitgliedstaaten weitgehend über die fiskalische Autonomie verfügen, ist durch die Verletzung der No bail out-Klausel ein Haftungsausschluss faktisch unglaubwürdig geworden. Das OMT-Programm der EZB hat diese Situation massiv verschärft, da nun die Mitgliedstaaten auch darauf vertrauen können, dass die EZB als lender of last resort einspringt. Damit wird gegen das Prinzip der Ebenenkongruenz zwischen Handlung und Haftung im Rahmen der Fiskalpolitik verstoßen. Aufgabe einer Fiskalverfassung muss es daher sein, diese Schieflage zu beseitigen und die Ebenenkongruenz wieder herzustellen.

Gleichzeitig ist im Rahmen der Fiskalverfassung zu klären, von welcher Institution der Sanktionsmechanismus bei Verfolgung einer nicht soliden Haushaltspolitik ausgeht. Im Rahmen der Maastricht-Konstruktion und dem später hinzugekommenen Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte die Sanktionierung durch eine politische Entscheidung des ECOFIN-Rates herbeigeführt werden. Diese Praxis hat sich – wenn man sich noch einmal die Anwendungspraxis des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verdeutlicht – nicht bewährt. Vielmehr sollte die Sanktion vom Markt durch die entsprechenden Zinsforderungen ausgehen. Eine unsolide Haushaltspolitik sollte durch höhere Zinsforderungen sanktioniert werden. Damit der Markt die richtigen Zinssignale geben kann und damit seiner Allokationsfunktion gerecht werden kann, setzt dies aber auch wieder voraus, dass der Markt auf einen wirksamen Haftungsausschluss vertrauen kann, was dessen glaubwürdige Konstitutionalisierung voraussetzt.

### **3. Die jüngsten Reformen der Fiskalregeln im Lichte der Kritik**

Auf der Basis der Erfahrungen der Staatsschuldenkrise und der dringend erforderlichen Neuordnung der fiskalischen Regeln für die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion haben sich die Regierungen im März 2012 auf die Verabschiedung des Vertrages über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag) geeinigt. Die im dritten Teil des Vertrages beinhaltenden Regelungen bilden den sogenannten Fiskalpakt. Dieser soll den Beginn einer neuen Fiskalverfassung in der Wirtschafts- und Währungsunion markieren. Gleichzeitig ist die Unterzeichnung des SKS-Vertrags Voraussetzung dafür, dass die Staaten im Bedarfsfall zukünftig Hilfen aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus beziehen können. Großbritannien und die Tschechische Republik haben diesen Vertrag nicht unterzeichnet.

Der Fiskalpakt enthält im Wesentlichen Bestimmungen zur numerischen Begrenzung des öffentlichen Haushaltsdefizits. Der Fiskalpakt folgt damit der Logik des bisher bestehenden Stabilitäts- und Wachstumspaktes, indem die Autonomie der Mitgliedstaaten, ihren Haushalt zu bestimmen, zumindest numerische Schranken auferlegt werden, um das Entstehen übermäßiger Defizite zu verhindern. So bestimmt der Fiskalpakt, dass bei Fehlen außergewöhnlicher Umstände der Haushalt ausgeglichen sein muss oder einen Überschuss aufweisen soll. Dies gilt dann als erfüllt, sofern das strukturelle Defizit eines Jahres das länderspezifische mittelfristige Haushaltsziel die nach den Vorgaben des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes (VO 1175/20011) berechnete Obergrenze nicht übersteigt. Dabei wird zwischen Ländern, die eine Schuldenquote deutlich unterhalb des 60%-Kriteriums aufweisen und Ländern die darüber liegen, unterschieden. Das Schuldenstandkriterium erhält damit mehr Gewicht. Das länderspezifische mittelfristige Haushaltsziel definiert die Untergrenzen bei -1 bzw. -0,5 % des BIP. Abweichungen vom mittelfristigen Ziel sind durch einen automatischen Korrekturmechanismus innerhalb eines angemessenen Zeitraumes zu berichtigen.

Ausnahmen sind bei außergewöhnlichen Ereignissen, die sich der Kontrolle der Regierungen der Mitgliedstaaten entziehen und erhebliche Auswirkungen auf die Staatsfinanzen haben sowie bei einem schweren Konjunkturereinbruch (ein Jahr mit negativer Wachstumsrate des BIP oder bei einem Produktionsrückstand über einen längeren Zeitraum mit einer am Potenzial gemessenen äußerst geringen Wachstumsrate des BIP) zulässig. Die Budgetregeln sollen auf der Ebene der Mitgliedstaaten durch einen unabhängigen Fiskalrat überwacht und in der Verfassung konstitutionalisiert werden.

Darüber hinaus bestimmt der Fiskalpakt, dass Mitgliedstaaten, deren Schuldenstand über 60% des BIP beträgt, den überschießenden Betrag jährlich um 5% verringern müssen.

Auch wenn diese Regeln formal-rechtlich eine deutliche Verschärfung gegenüber den bisherigen Regeln bedeuten, so können sie jedoch in keiner Weise überzeugen. Gegen den Fiskalpakt und dessen Eignung, dauerhaft fiskalische Stabilität in der Wirtschafts- und Währungsunion zu generieren, lassen sich eine Reihe von Argumenten anführen.

So ist die Regelung, dass Mitgliedstaaten, deren Schuldenstand über 60% des BIP beträgt, den überschießenden Betrag jährlich um 5% zu verringern haben, absolut unrealistisch. So müsste Beispiels Italien, dessen Schuldenquote ca. 120% beträgt, seinen Schuldenstand im ersten Jahr auf 117% reduzieren. Dies würde jedoch ausreichend hohe Wachstumsraten voraussetzen, ansonsten müsste die Regierung einen ausgeglichenen Haushalt verabschieden. Eine solche unrealistische Vorgabe erschwert die Glaubwürdigkeit des Regelwerkes, da realistischerweise nicht von der Einhaltung dieser Regel ausgegangen werden kann. So wäre nach Berechnung des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen mit Ausnahme Deutschlands, Estlands und Luxemburgs kein Mitgliedstaat in der Lage, dieses Kriterium zu erfüllen (*Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen 2012, 12*). Darüber hinaus ist ohnehin fraglich, warum das 60%-Schuldenstandskriterium ein solches Gewicht erhält. So hatte bspw. Spanien vor Ausbruch der Schuldenkrise einen Schuldenstand von unter 60%, ohne dass dies etwas an der Anfälligkeit des Landes geändert hätte.

Weiterhin ist zu kritisieren, dass die Regelungen des Fiskalpaktes erhebliche Gestaltungsspielräume für die Mitgliedstaaten enthalten. Mit der Unterscheidung zwischen strukturellen und konjunkturellen Komponenten besteht für die Mitgliedstaaten ein hoher Anreiz, den strukturellen Budgetsaldo um einmalige und befristete Maßnahmen zu bereinigen. Gleichzeitig lässt sich die konjunkturelle Komponente ex ante schwer schätzen, sodass entsprechende Prognosefehler zu einem Anstieg der Verschuldung führen können. Darüber hinaus gibt es bezüglich der Umsetzung des Fiskalpaktes in nationales Recht für die einzelnen Mitgliedstaaten erhebliche Ermessensspielräume, sodass sich stellenweise große Implementierungsunterschiede feststellen lassen (*Burret/Schnellenbach 2013*).

Außerdem löst der Fiskalpakt nicht das elementare Problem einer adäquaten Sanktionierung bei Nicht-Befolgung. Zwar wurden mit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes die Sanktionsmechanismen verschärft, da die Sanktionierung bereits dann erfolgen kann, wenn das mittelfristige Haushaltsziel nicht erreicht wird und nicht erst bei Überschreitung des 3%-Kriteriums. Allerdings blieben die bisherigen

diskretionären Ermessensspielräume des Rates und die entsprechenden Mehrheitserfordernisse unangetastet. Zwar wird jetzt zwischen Verstößen des korrektiven Arms (3%-Kriterium) und des präventiven Arms (Abweichung vom mittelfristigen Haushaltsziel) differenziert, indem bei Verstößen gegen das 3%-Kriterium der Rat der Empfehlung des Kommission folgen sollte, solange keine qualifizierte Mehrheit dagegen stimmt. Ob dies tatsächlich zu einer stärkeren und effizienteren Sanktionierung führt, darf bezweifelt werden. Zumindest geben die bisherigen Erfahrungen aus 14 Jahren Anwendungspraxis des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wenig Anlass zum Optimismus.

Auch die europäischen Institutionen scheinen nicht so recht an die tatsächliche Anwendung des Fiskalpaktes zu glauben. Anders lassen sich die umfangreichen Ausnahmen nicht erklären. Die Regelungen gelten bisher nur für Malta, Estland und Luxemburg, alle anderen Staaten genießen großzügige Ausnahmen und haben teilweise bis 2019 Zeit, sich diesem Regime zu unterwerfen. Sollte sich die schwache konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone fortsetzen, so ist zu erwarten, dass aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Lage, die Anwendung des Fiskalpaktes sich weiter verschiebt, oder der Fiskalpakt zwischenzeitlich reformiert wird, ohne jemals wirklich angewendet worden zu sein.

Zusammenfassend lässt sich daher konstatieren, dass der Fiskalpakt nicht die Rolle einer funktionsfähigen Fiskalverfassung in der Eurozone übernehmen kann. Seine Regelungen sind komplexer geworden und erlauben eine Reihe von Ausnahmen. Insbesondere die explizite Berücksichtigung konjunktureller Komponenten macht ihn für Fehler anfällig. Weder sind die Regeln eindeutig noch transparent. Darüber hinaus schafft er keine Klarheit bezüglich der Ebenenkongruenz. Die Fiskalpolitik obliegt weiter den Mitgliedstaaten, wird jedoch einer weitergehenden zentralen Kontrolle unterworfen. Keine Aussagen finden sich dagegen bezüglich eines klar definierten Haftungsausschlusses, der auch entsprechende Regelungen für die Abwicklung eines Staatsbankrotts in der Eurozone beinhaltet. Damit bleibt unklar, ob es im Fall einer Staatsinsolvenz zu einem Bail-out kommt, wodurch Risiken auf die Gemeinschaft abgewälzt werden können. Aber genau dies wäre wichtig, um beispielsweise moral hazard-Verhalten zu unterbinden und die monetäre Dominanz der Zentralbank zu schützen. Eine konsistente Anwendung dieses Paktes ist aufgrund der oben genannten Argumente ohnehin nicht zu erwarten. Daher bringt der Fiskalpakt keine substantielle Verbesserung.

#### **4. Handlungsempfehlungen für eine Fiskalverfassung für die Eurozone**

Die Idee eine Fiskalverfassung, die hier präsentiert wird, basiert auf der Annahme, dass die fiskalpolitischen Kompetenzen auf der dezentralen Ebene der Mitgliedstaaten verbleiben. So mag es zwar aus theoretischer Sicht attraktiv sein, die bestehenden Probleme durch die Schaffung einer politischen Union mit einer einheitlichen Regierung und einem gesamteuropäischen Parlament, welches über die Haushaltskompetenz für die gesamte Europäische Union verfügt, zu lösen, aber aus der Sicht des Verfassers ist die Verwirklichung einer politischen Union in der näheren Zukunft nicht zu erwarten. Beobachtet man die politische Diskussion in den einzelnen Mitgliedstaaten, so lässt sich bei keinem Mitgliedstaat auch nur annähernd der tatsächliche politische Wille zur Schaffung einer politischen Union erkennen. Kein Mitgliedstaat ist bereit, seine haushaltspolitischen Kompetenzen an eine wie auch immer geartete Zentralregierung abzugeben. Daher soll der sicherlich reizvolle theoretische Gedanke einer zentralen Haushaltspolitik, die auch dann eine zentrale Haftung für die Staatsschulden beinhalten würde, hier nicht weiter verfolgt werden.

Der Status quo geht daher von einer dezentralen Fiskalpolitik auf der Ebene der Mitgliedstaaten aus. Die zentrale Herausforderung einer Fiskalverfassung für die Eurozone ist dabei viel weniger in der Koordinierung der Haushaltspolitiken und der numerischen Begrenzung der fiskalischen Autonomie der Mitgliedstaaten zu sehen. Vielmehr geht es vor allem darum, wie ein wirksamer - und vor allem für die Märkte glaubwürdiger - Haftungsausschluss konstitutionalisiert werden kann. Dieser ist die zentrale Voraussetzung dafür, dass eine effektive Kontrolle der nationalen Haushaltspolitiken über die Märkte erfolgen kann und die Märkte die Risiken richtig bepreisen können. Dann könnte jeder Staat autonom und eigenverantwortlich gegenüber den Märkten seine Haushaltspolitiken betreiben.

Die Autoren *Fuest/Heinemann/Schröder* haben jüngst eine Studie zur Implementierung eines Insolvenzverfahrens für die Eurozone (Euro-VIPS) veröffentlicht (*Fuest/Heinemann/Schröder* 2014). Die Vorschläge der Autoren werden hierbei aufgegriffen und um eigene Aspekte ergänzt. Ausgangspunkt hierbei ist, dass die gegenwärtige Verletzung der Ebenenkongruenz zwischen Handlung und Haftung jede Form von politischer fiskalischer Disziplinierung zeitinkonsistent werden lässt. Die vom ESM vergebenen Kredite erhalten damit den Charakter fiskalischer Transfers. Die eigentliche Aufgabe des ESM sollte aber darin bestehen, in Zahlungsschwierigkeiten geratenen Staaten entsprechende Liquiditätshilfen zur Verfügung zu stellen.

Sollte ein Mitgliedstaat der Eurozone sich nicht mehr an den Finanzmärkten refinanzieren können, so muss sich dieser Staat entsprechend den existierenden Regelungen unter den Rettungsschirm des ESM begeben. Die Aufgabe des ESM besteht darin, dem betroffenen Staat Liquiditätsüberbrückungen gegen Reformen und vor allem Konsolidierungsaufgaben zu gewähren. Allerdings sollten diese ESM-Maßnahmen strikt zeitlich befristet werden. Eine angemessene Zeitspanne für die zeitliche Befristung könnte drei Jahre betragen (*Fuest 2011*). Innerhalb dieser drei Jahre hätte der jeweilige Staat Zeit, seinen Haushalt zu konsolidieren und entsprechende Reformmaßnahmen durchzusetzen.

Für die Gewährung dieser ESM-Rettungsmaßnahmen, die dem betroffenen Staat im Wesentlichen eine Schutzfrist von drei Jahren einräumen, sprechen sowohl rechtliche als auch ökonomische Argumente.

Aus rechtlicher Perspektive ist dabei insbesondere auf die Norm der Solidarklausel des Art. 122 AEUV zu verweisen. Diese Klausel sieht vor, dass einem Mitgliedstaat, der sich in gravierenden Schwierigkeiten befindet, Beistand durch die Gemeinschaft gewährt werden kann. So war es insbesondere die parallele Existenz der No-bail-out Klausel einerseits und der Solidarklausel andererseits, die einen Haftungsschluss unglaubwürdig machten, da die Märkte durchaus darauf vertrauen konnten, dass im Notfall die Gemeinschaft einem Mitgliedstaat Beistand leisten würde. Mithilfe der dreijährigen Schutzfrist durch den ESM-Rettungsschirm würde die Solidarklausel eine Konkretisierung erfahren, die notwendig wäre, um der No bail out-Klausel mehr Glaubwürdigkeit zu verleihen (*Schmidt 2011*). Dabei ist es wichtig, dass eindeutig konstitutionalisiert wird, dass die entsprechenden ESM-Rettungsmaßnahmen automatisch nach drei Jahren enden.

Aber auch aus ökonomischer Perspektive lässt sich der zeitlich befristete ESM-Rettungsschirm rechtfertigen. Die hier präsentierte Idee einer europäischen Fiskalverfassung basiert auf der Annahme, dass die Kontrolle über die Fiskalpolitik den Kapitalmärkten übertragen wird. Das heißt, die Refinanzierungsbedingungen für die Mitgliedstaaten hängen im Wesentlichen von der Risikoeinschätzung der Kapitalmärkte ab. Würden die Kapitalmärkte perfekt funktionieren, müsste man sich bezüglich der Richtigkeit der Risikoeinschätzung der Kapitalmärkte keine Sorgen machen. Allerdings ist bekannt, dass die Akteure auf den Kapitalmärkten sich in ihren Erwartungen täuschen lassen bzw. dass die Gefahr besteht, dass die Kapitalmarktteilnehmer die Risiken eines Staatsbankrotts überschätzen und somit den Staat, auch wenn dieser über durchaus gesunde Fundamentaldaten verfügt, damit an den Rand der Insolvenz bringen können. Dann liegen multiple Gleichgewichte vor, die zu Ansteckungseffekten oder sich selbst erfüllenden Erwartungen führen können (*Calvo 1988*). Liegen solche multiplen Gleichgewichte vor, versagt die disziplinierende Wirkung der Kapitalmärkte, da die

Fundamentaldaten nicht mehr das Marktergebnis beeinflussen. Die Erwartungen der Kapitalmarktakteure können dann zu einem schlechten Gleichgewicht führen. So wird in der Literatur auch davon ausgegangen, dass die Verschuldungskrise in der Eurozone durch solche multiplen Gleichgewichte eine deutliche Verschärfung erfahren hat (*De Grauwe 2012; Gärtner/Griesbach 2012*). Die Möglichkeit eines temporären Schutzes durch den ESM könnte dann als ein wirksamer institutioneller Schutz der Mitgliedstaaten vor solchen schlechten Gleichgewichten angesehen werden.

Ist der betroffene Mitgliedstaat auch nach Ablauf der dreijährigen Schutzphase nicht in der Lage, an den Kapitalmarkt zurückzukehren, dann ist automatisch ein Insolvenzverfahren gegen diesen Staat einzuleiten. Zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit dieser Regel darf es keine weitere Möglichkeit zur Verlängerung der Schutzmaßnahmen durch den ESM geben. Auch dürfen keine weiteren politischen Instanzen in die Entscheidung über den Fortgang eingebunden werden. Automatisch muss dann die Eröffnung des Insolvenzverfahrens erfolgen. Dieses Insolvenzverfahren sollte im Wesentlichen zwei Elemente enthalten: die Beteiligung der privaten Investoren an der Restrukturierung der Staatsschulden und den Verlust der fiskalischen Autonomie des Mitgliedstaates.

Ziel der Gestaltung des Insolvenzverfahrens muss es sein, die Insolvenz für den jeweiligen Mitgliedstaat so unattraktiv wie möglich zu machen. Die Staaten sollten einen hohen Anreiz dafür haben, während der dreijährigen Schutzphase durch den ESM alle Anstrengungen zu unternehmen, ihren Haushalt zu konsolidieren, um eine Insolvenz zu vermeiden. Die Drohung, dass der Staat danach seine fiskalische Autonomie komplett verliert und an die europäischen Behörden abgeben muss, sollte daher Anreiz genug sein, diese Situation zu vermeiden. Bspw. lassen sich die geringen Anstrengungen Griechenlands durch Privatisierungserlöse einen wesentlichen Beitrag zur Haushaltssanierung zu leisten, nur dadurch erklären, dass die Anreize im bestehenden Regelwerk zur Haushaltssanierung nicht hoch genug waren.

Die Beteiligung der privaten Investoren an der Restrukturierung der Staatsschulden ist notwendig, damit die Investoren auch tatsächlich an den Risiken der Staatsfinanzierung beteiligt und somit gezwungen werden, die Risiken entsprechend einzupreisen. Die während der Schutzperiode vom ESM geleisteten Kredite müssen dabei in den Schuldenschnitt mit einbezogen werden. Würde dem ESM ein bevorrechtigter Gläubigerstatus eingerichtet werden, würde dies die Refinanzierungsbedingungen für den in Schwierigkeiten geratenen Staat unnötig erschweren. Gleichzeitig hat aber auch der ESM während der dreijährigen Schutzphase hohe Anreize, die während dieser Phase notwendigen Reform- und Konsolidierungsaufgaben möglichst effektiv zu gestalten. Mithilfe des Schuldenschnittes sollte der Schuldenstand auf 70% des BIP begrenzt werden. Ziel muss es sein, dass der Schuldenschnitt dem betreffenden Staat einen

tragbaren Schuldenstand verschafft, aber gleichzeitig die maximal möglichen Verluste der Gläubiger begrenzt. Gleichzeitig müssen zur Vermeidung von Holdcuts und langen Prozessen durch entsprechende Klagen der Gläubiger geeignete institutionelle Schutzmechanismen durch Aggregationsregeln verankert werden.

Der gleichzeitige Verlust an fiskalischer Autonomie würde nach der Umschuldung so lange anhalten, bis der betroffene Staat seinen Schuldenstand auf 60% des BIP reduziert hat. Die Anwendung des 60%-Kriteriums erscheint dabei etwas willkürlich, da es keine ausreichende ökonomische Legitimation dafür gibt, warum ein Schuldenstand von 60 % des BIP anzustreben sei. Die Verwendung des 60%-Kriteriums erfolgt hierbei aus Vereinfachungsgründen. Mittlerweile hat sich im Regelwerk der EU das 60%-Kriterium fest verankert, sodass es hier als Referenzmaßstab genutzt werden kann.

Der Vorteil dieses Verfahrens ist darin zu sehen, dass diejenigen Staaten, die eine unsolide Haushaltspolitik betreiben, dann faktisch gezwungen werden, sich einer zentralen Fiskalpolitik zu unterwerfen. Dies sollte zum einen die Anreize für die Staaten erhöhen, eine solche Situation zu vermeiden. Gleichzeitig werden die Staaten, wenn sie schon nicht freiwillig ihre haushaltspolitischen Kompetenzen in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion abgeben wollen, gezwungen, bei dauerhaft stabilitätswidrigem Verhalten, eine solche Kompetenzabgabe in Kauf zu nehmen.

Würde ein solches Verfahren glaubwürdig im Rahmen der Fiskalverfassung konstitutionalisiert werden, könnte man im Wesentlichen auf die Regelungen des Fiskal- sowie des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verzichten. Sie könnten allenfalls als präventiver Arm eingesetzt werden, um zu vermeiden, dass die Existenz eines dreijährigen Schutzschirms unter dem ESM dazu genutzt wird, bestimmte Haushaltsrisiken auf die Gemeinschaft abzuwälzen. Das Ausmaß der durch den ESM zur Verfügung gestellten Liquiditätshilfen könnte an die vorangehende Einhaltung des präventiven Arms gekoppelt werden. Ein korrektiver Arm in Form von Sanktionierungen könnte dann aber entsprechend aufgegeben werden. Er hat ohnehin – wie man aus der Anwendungspraxis weiß – nur deklaratorischen Charakter. Dies könnte damit auch zu einer effizienteren Anwendung der Regelungen des Art. 126 AEUV führen. Verhandeltbare Sanktionen wären nicht mehr erforderlich, vielmehr würden sich Liquiditätshilfen des ESM und die an sie gekoppelten Auflagen an dem bisherigen vertragskonformen Verhalten der Staaten orientieren.

Mit Hilfe der hier skizzierten Elemente einer Fiskalverfassung für die Eurozone sollten Gestaltungsmaßnahmen entwickelt werden, die auf der einen Seite dem Wunsch nach fiskalischer Autonomie der Mitgliedstaaten entsprechen, aber gleichzeitig die Überwälzung von Haftungsrisiken auf die Gemeinschaft reduzieren. Hierfür ist es erforderlich, Regeln für die Gestaltung eines Insolvenzverfahrens zu entwickeln, die

sicherstellen, dass die Mitgliedstaaten im Rahmen der Ebenenkongruenz auch für ihre Schulden haften und auch die Zentralbank von ihrer Rolle als lender of last resort entlastet. Diese Funktion sollte zeitlich befristet der ESM unter den hier skizzierten Bedingungen wahrnehmen. Die Zukunft der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion wird maßgeblich davon abhängen, inwieweit es gelingt, das unzureichende institutionelle Rahmenwerk des Vertrages von Maastricht zu reformieren. Die bisherigen Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (2011) und der Verabschiedung des Vertrages über Stabilität, Koordination und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (2012) basieren immer noch auf denselben Fehlanreizen und werden nicht in der Lage sein, die bestehenden Mängel zu beseitigen. Wie in diesem Beitrag gezeigt wurde, führt an einer grundsätzlichen Neuorientierung der fiskalischen Regeln in der Eurozone kein Weg vorbei.

## Literatur:

*Baumgarten, M., und H. Klodt (2010), Die Schuldenmechanik in einer nicht-optimalen Währungsunion, in: Wirtschaftsdienst 90, S. 374-379.*

*Beetsma, R., und L. Bovenberg (2002), „Strategic Debt Accumulation in a Heterogeneous Monetary Union“, in: Journal of Political Economy 94, S.1-15.*

*Belke, A. (2014), Staatsanleihenkäufe der EZB: Wie kostenfrei und wasserdicht sind die OMT-Regeln wirklich?, in: Credit and Capital Markets 47, S. 1-4.*

*Buiter, W. H. (2002), The Fiscal Theory of the Price Level: A Critique, in: Economic Journal 112, S. 459-480.*

*Buiter, W. H., und C. Grafe (2003), Patching up the Pact: Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged Union, in: Buti, M. (ed), Monetary and Fiscal Policies in the EMU, Cambridge, S. 92-156*

*Burret, H. T., und J. Schnellenbach (2013), Umsetzung des Fiskalpaktes im Euro-Raum: Expertise im Auftrag des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Freiburg.*

*Calvo, G. (1988), Servicing the Public Debt: The Role of Expectations, in: American Economic Review 78, S. 647-661.*

*Canzoneri, M. B., und B. T. Diba (2001), The SGP: Delicate Balance or Albatross?, in: Brunila A./ M. Buti/D. (ed.), The Stability and Growth Pact, Basingstoke: Palgrave, S. 53-74*

*Creel, J./H. Sterdyniak (2002), The Fiscal Theory of the Price Level and Sluggish Inflation: How Important Shall the Wealth Effect be?, OFCE-Discussion Paper, Paris.*

*De Grauwe, P. (2009), The Economics of Monetary Union, 8. Aufl., Oxford.*

*De Grauwe, P. (2012), The Governance of a Fragile Eurozone, in: Australian Economic Review 45, S. 255-268.*

*Eichengreen, B., und Ch. Wyplosz (1998), The Stability and Growth Pact: More Than a Minor Nuisance, in: Economic Policy, S. 67-113*

*Europäische Zentralbank (2012), Pressemitteilung: Technische Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte, 6. September 2012*

- Fuest, C. (2011), Ein Vorschlag für einen Krisenbewältigungsmechanismus in der Eurozone nach 2013, in: *ifo-Schnelldienst* 64 (3), S. 10-14.
- Fuest, C., F. Heinemann und Ch. Schröder (2014), *A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) in the Euro-Area*, ZEW Mannheim.
- Gärtner, M., und B. Griesbach (2012), *Rating Agencies, Self-fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria? An Empirical Model of the European Debt Crisis 2009-2011*, University of St. Gallen, School of Economics and Political Science, Working Paper Series 1215.
- Holzmann, R., Y. Hervé und R. Demmel (1996), The Maastricht Fiscal Criteria: Required but Ineffective? in: *Empirica* 23, S. 25-58
- Illing, G., und P. König (2014), Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort, in: *DIW Wochenbericht* 24, S. 541-554.
- Issing, O. (1993), Disziplinierung der Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion?, in: *Duwendag, D./J. Siebke* (Hg.), *Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion*, Berlin, S. 181-194.
- Kerber, M. C. (2011), *Die EZB vor Gericht*, Stuttgart
- Kocherlakota, N., und Ch. Phelan (1999), Explaining the Fiscal Theory of Price Level, in: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 33, S. 12-28
- Leeper, E. M. (1991), Equilibria under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies, in: *Journal of Monetary Economics* 27, S. 129-147.
- McCallum, B. T., und E. Nelson (2006), Monetary and Fiscal Theories of the Price Level: The Irreconcilable Differences, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, No. 2006-10A.
- McKinnon, R. I. (1997), EMU as a Device for Collective Fiscal Retrenchment, in: *American Economic Review* 87, S. 227-229.
- Moesen, W., und P. van Rumpuy (1990), The Growth of Government Size and Fiscal Decentralisation, in: *Prud'homme, R.* (ed), *Public Finance with Several Levels of Government*, Brüssel, S. 113-124.
- Niepelt, D. (2004), The Fiscal Myth of the Price Level, in: *Quarterly Journal of Economics* 119, S. 277-300.
- Ohr, R./A. Schmidt (2006), Institutionelle Alternativen in der Europäischen Union: Das Beispiel des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 55, S. 127-149.
- Rolf, U. (1996), *Fiskalpolitik in der europäischen Währungsunion: Marktdisziplinierung, Transfers und Verschuldungsanreize*, Heidelberg.
- Sargent, Th., und N. Wallace (1981), Some Unpleasant Monetaristic Arithmetic, in: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5, S. 1-23.
- Schmidt, A. (2011), Fiskalische Stabilität in einer Währungsunion, in: Theurl T. (Hrsg), *Gute Regeln oder Wirtschaftslenkung?: Europas neue Herausforderungen*, Berlin 2011, S. 47-71.
- Sims, C. A. (1993), A Simple Model for Study of the Determination of Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy, in: *Economic Theory* 4, p. 381-395.
- Viner, J. (1932), Cost Curves and Supply Curves, in: *Zeitschrift für Nationalökonomie* 3, S. 23-46.
- Walsh, C. E. (2010), *Monetary Theory and Politics*, 3. Aufl., Cambridge, Mass.
- Westermann, F. (2013), Ist das Anleihekaufprogramm der EZB kostenfrei?, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. August 2013.

*Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2012), Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone, Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen, 02/12, Berlin.*

*Woodford, M. (2001), Fiscal Requirements for Price Stability, in: Journal of Money, Credit and Banking, 33, S. 669-728.*