

Feld, Lars P. et al.

Article

Rekordschulden gegen Corona-Folgen – was kann sich der Staat leisten?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Feld, Lars P. et al. (2020) : Rekordschulden gegen Corona-Folgen – was kann sich der Staat leisten?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 73, Iss. 08, pp. 03-32

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/225161>

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.

Rekordschulden gegen Corona-Folgen – was kann sich der Staat leisten?

Die Corona-Pandemie und der darauffolgende Lockdown führen weltweit zu einer tiefen Wirtschaftskrise: Staaten und Notenbanken reagieren auf die Coronakrise, indem sie viel Geld bereitstellen, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Da die Steuereinnahmen einbrechen, müssen die Hilfen für die Wirtschaft durch stark steigende Staatsschulden finanziert werden. Gleichzeitig öffnen die Notenbanken ihre Geldschleusen. Im Ergebnis finanzieren die Staaten ihre Konjunkturpakete zu einem erheblichen Anteil durch das Drucken von Geld, wobei die finanziellen Voraussetzungen, um mit den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie umzugehen, in den europäischen Staaten sehr unterschiedlich sind. Wie tragfähig ist der deutsche Staatshaushalt? Wo liegen die Grenzen der Staatsverschuldung? Wird es möglich sein, die öffentliche Verschuldung nach der Krise auf ein vernünftiges Niveau zu senken?

Lars P. Feld

Rekordschulden in der Coronakrise – kann sich der deutsche Staat das leisten?

Die Bundesregierung stellt Rekordsummen für die Bekämpfung der wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie bereit. Im März dieses Jahres verabschiedete der Bundestag einen Nachtragshaushalt für das Jahr 2020 in Höhe von 156 Mrd. Euro. Anfang Juni folgte ein Konjunktur- und Krisenbewältigungspaket, das diese Summe nochmals übertraf. Selbst wenn man bedenkt, dass nicht aufgebrauchte Mittel aus dem ersten Paket für das zweite Konjunkturpaket verwendet wurden, z. B. Liquiditätshilfen für Unternehmen, dass es zu einer Verschiebung von Ausgaben von der kommunalen auf die Bundesebene kommt, etwa durch die weitere anteilige Übernahme der Kosten der Unterkunft, dass manche Maßnahmen intertemporale Verschiebungen bedingen, beispielsweise die Ausweitung des Verlustrücktrags, und einige Maßnahmen sowieso für mehrere Jahre gedacht sind, dass schließlich in der mittelfristigen Finanzplanung vorgesehene Ausgaben vorgezogen werden sollen, insbesondere öffentliche Investitionen, verbleibt doch ein ansehnlicher Betrag von rund 416 Mrd. Euro, der an zusätzlichen Mitteln zur Verfügung steht. Hinzu kommen 819,7 Mrd. Euro an Garantien und Bürgschaften für Unternehmen. Der Bund plant insgesamt mit rund 218 Mrd. Euro Neuverschuldung im Jahr 2020. Ergänzt werden die Aktivitäten des Bundes durch konjunkturpolitische Maßnahmen der Länder, die ebenfalls umfangreich sind. Alles in allem erwartet der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaft-

lichen Entwicklung (vgl. SVR 2020) im Jahr 2020 einen gesamtstaatlichen Finanzierungssaldo von – 6% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und einen Anstieg der Schuldenquote auf über 75% des BIP.

Angesichts solcher Summen nimmt die Sorge um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Deutschland zu. Deutschland steht vor einer Intensivierung des demografischen Wandels ab dem Jahr 2025, wenn sich die Babyboomer in den Ruhestand verabschieden. Noch längere Zeit werden schwächer besetzte jüngere Alterskohorten nachkommen und für den Ruhestand der stärker besetzten älteren Kohorten aufkommen müssen. Höhere finanzielle Verpflichtungen ist Deutschland jüngst mit dem Kompromiss zur mehrjährigen Finanzplanung und zum Aufbauprogramm der Europäischen Union eingegangen. Die deutsche Wirtschaft steht vor den Herausforderungen eines durch technischen Fortschritt, namentlich die Digitalisierung, und durch die zur Bekämpfung des Klimawandels erforderliche Klimapolitik induzierten Strukturwandels. Hinzu kommt die Bedrohung der internationalisierten deutschen Wertschöpfungsketten durch den zunehmenden



Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld

hat den Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und Ordnungsökonomik an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg inne und ist Direktor des Walter Eucken Instituts. Seit 2011 ist er Mitglied und seit März 2020 Vorsitzender des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Protektionismus. Dass viele Menschen sorgenvoll in die Zukunft blicken, ist vor diesem Hintergrund verständlich.

TRAGFÄHIGKEIT UND IHRE BESTIMMUNGSFAKTOREN

Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Deutschland lässt sich ganz nüchtern auf Basis unterschiedlicher Analysen spätestens seit Domar (1944) betrachten. Er stellte bereits wesentliche Bestimmungsfaktoren der Tragfähigkeit heraus, die noch heute Anwendung finden, etwa im Konzept der OECD (vgl. Blanchard et al. 1990). Bei diesen Ansätzen stehen vier Variablen, am besten in realer Betrachtung, im Mittelpunkt des Interesses: die Defizitquote, also das Finanzierungsdefizit in Prozent des BIP, die Staatsschuldenquote, also der gesamtstaatliche Bruttoschuldenstand in Prozent des BIP, die Wachstumsrate des BIP und der (langfristige) Zinssatz, zu dem sich der Staat verschulden kann. Die Konzentration auf diese Faktoren bedeutet nicht, dass andere Eigenschaften der Staatsverschuldung keine Rolle spielen. So ist insbesondere der Anteil der im Inland und im Ausland gehaltenen Verschuldung von Wichtigkeit; es ist bedeutsam, in welcher Währung die Schulden aufgenommen werden. Aber gleichwohl bietet der Domarsche Ansatz wesentliche Einsichten.

Zinssatz und Wirtschaftswachstum

Zentrales Ergebnis dieser Analyse ist der Vergleich von Zinssatz und Wirtschaftswachstum. Grob gesprochen muss der Staat dann, wenn der Zins über der Wachstumsrate des BIP liegt, irgendwann konsolidieren, in dem er die erforderlichen Primärüberschüsse, also Finanzierungsüberschüsse unter Herausrechnung der Zinsausgaben, erwirtschaftet. Liegt das Wirtschaftswachstum über dem Zins, ist dies demnach nicht erforderlich. Die Zinsausgaben lassen sich über das höhere Wirtschaftswachstum bewältigen. Die Diskussion der vergangenen Jahre in Deutschland setzt vor allem an diesem Ergebnis an, wenn festgestellt wird, dass die Zinsen, denen der Staat ausgesetzt ist, niedriger als das Wirtschaftswachstum ausfallen (vgl. Hüther und Südekum 2019).

Relevanz der Refinanzierungsbedingungen

Abgesehen davon, dass es immer wieder solche Phasen in der Vergangenheit gab, die für sich genommen als unzureichend für eine stark expansive Finanzpolitik erachtet wurden (vgl. SVR 2019), springt dieser Ansatz systematisch zu kurz. Denn die zuvor genannten vier Variablen sind allesamt endogen, beeinflussen sich gegenseitig, werden jeweils von anderen dabei nicht berücksichtigten Variablen beeinflusst und stellen nicht zuletzt das Aggregat einer Vielzahl von einzel-

nen Größen dar, die auf vielfältige Einzelentscheidungen zurückzuführen sind. So kann die Schuldenquote steigen oder fallen, je nachdem wie der Staat seine Haushalte konsolidiert und mit dieser Konsolidierung auf das Wirtschaftswachstum und das Zinsniveau einwirkt. Im Durchschnitt dürften ausgabenseitige Konsolidierungen günstiger als einnahmeseitige sein (vgl. Alesina et al. 2019).

D’Erasmus et al. (2016) diskutieren in ihrem Übersichtsaufsatz unterschiedliche DSGE-Modelle (Dynamic Stochastic General Equilibrium Models), die sich mit diesen zuvor angedeuteten Zusammenhängen auseinandersetzen. Dabei wird deutlich, dass es bemerkenswert viele Konstellationen gibt, in denen eine hohe Staatsverschuldung ungünstig ist oder aber keine ungünstige Rolle spielt. Wann Staatsverschuldung tragfähig ist, lässt sich demnach einerseits leicht beantworten: Wenn sich eine Regierung glaubwürdig bindet, ihre Schulden zurückzuzahlen, dann ist die Einhaltung der intertemporalen Budgetrestriktion hinreichend für Tragfähigkeit. Die Staatsverschuldung sollte dann dem diskontierten Wert zukünftiger Primärüberschüsse entsprechen. Andererseits ist die Antwort alles andere als einfach, weil sich daraus kein Anhaltspunkt dafür ergibt, ab welchem Schwellenwert der Staatsschuldenquote die Finanzlage nicht mehr tragfähig ist. Zudem ist die Annahme glaubwürdiger Bindungen einer Regierung durchaus problematisch.

Typischerweise kommt es daher auf die Einschätzung der Finanzmärkte an. Hat ein Staat weiter zu erträglichen Refinanzierungsbedingungen Zugang zum Kapitalmarkt, steht die Tragfähigkeit nicht in Frage. Dies mag tautologisch erscheinen. Der Sachverständigenrat (2017) hat auf Basis eines DSGE-Modells in der Tat aufgezeigt, wie rasch sich die Einschätzung der Finanzmärkte ändern kann und eine heute noch als tragfähig eingeschätzte Finanzlage morgen als unsolide und nicht tragfähig charakterisiert wird. Insofern ist selbst bei einem so niedrigen Zinsniveau, zu dem sich der deutsche Staat heute verschulden kann, nicht gewährleistet, dass dies morgen immer noch so sein wird, so unrealistisch dies derzeit nach Einschätzung aller Beobachter ist.

EINSCHÄTZUNG DER DEUTSCHEN FINANZLAGE

Letztlich entscheidend dürfte es sein, wie glaubwürdig ein Staat signalisieren kann, dass er in der Lage und willens ist, langfristig eine solide Finanzpolitik zu betreiben. Die deutsche Finanzpolitik kann dies nicht für die gesamte Zeit seit der Gründung der Bundesrepublik in Anspruch nehmen. Bis zum Jahr 2010 stieg die gesamtstaatliche Schuldenquote trendmäßig an (vgl. Abb. 1). Gute konjunkturelle Phasen wurden unzureichend zur Konsolidierung genutzt, so dass Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Deutschland aufkamen (vgl. Burret et al. 2013). Für manche der 16 Länder bestehen diese Zweifel bis heute (vgl. Potrafke und Reichmann 2015; Burret et

al. 2016; 2017; Feld et al. 2020). Nach der Einführung der deutschen Schuldenbremse im Jahr 2009 wurde dieser Trend durchbrochen. Zwar lässt sich der Effekt der Schuldenbremse angesichts der noch immer relativ kurzen Zeit, die seither vergangen ist, nicht kausal identifizieren. Aber die Vermutung liegt nahe, dass die Schuldenbremse nennenswert zur soliden Finanzpolitik hiezulande in den vergangenen zehn Jahren beigetragen hat. In diesem Sinne haben sich Bund und Länder ausreichenden Spielraum erarbeitet, um in der gegenwärtigen Krise mit expansiver Fiskalpolitik gegenzuhalten. Gemäß dem Urteil der Analysten an den Finanzmärkten zweifelt niemand an der finanzpolitischen Solidität Deutschlands.

Konkret bedeutet dies, dass sich Deutschland gegenwärtig durchaus leisten kann, seine Staatsschuldenquote in Höhe von 59,8% im Jahr 2019 auf über 75% im Jahr 2020 zu erhöhen. Man muss bei den Buchungen unterschiedlicher Positionen im Konvolut der finanzpolitischen Maßnahmen gegen die wirtschaftlichen Folgen der Covid-19-Pandemie im Finanzierungssaldo und im Bruttoschuldenstand vorsichtig sein. Manche Posten müssen im Schuldenstand, aber nicht im Finanzierungssaldo gebucht werden, etwa Garantien und Bürgschaften. Erst nach Bewältigung der Krise wird erkennbar sein, wie stark die Staatsverschuldung durch den Corona-Schock angestiegen sein wird.

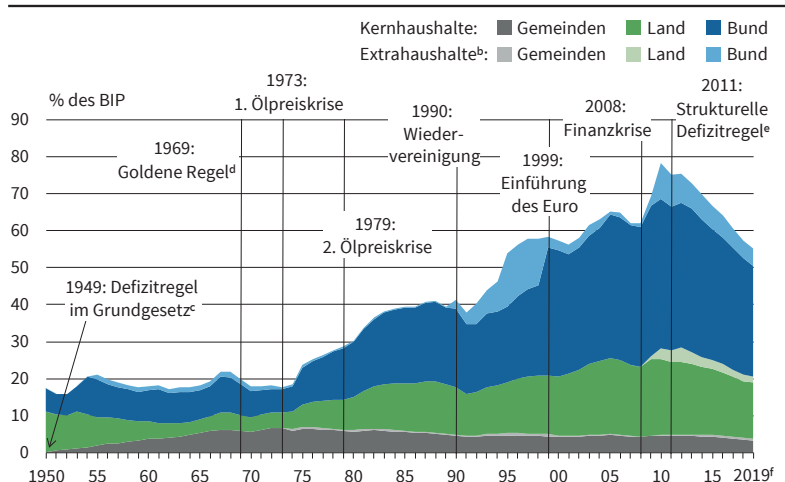
Allerdings muss die Finanzpolitik bei aller Zuversicht die bestehenden Risiken im Blick haben. Wenn gleich es nach der Finanzkrise der Jahre 2008/2009 gelungen ist, die Schuldenquote innerhalb von zehn Jahren von rund 82% des BIP auf knapp unter 60% des BIP zurückzuführen, so wird dies in den kommenden Dekaden deutlich schwieriger werden. Die Konsolidierung der vergangenen zehn Jahre war nicht nur durch ein kräftiges Wirtschaftswachstum und dadurch sprudelnde Einnahmen sowie niedrige Ausgaben für die Arbeitsmarktpolitik begünstigt. Zudem konnten aufgrund des geringen Zinsniveaus Konsolidierungsbeiträge in erheblichem Umfang durch geringere Zinsausgaben erzielt werden. Der durchschnittliche Zins der Staatsanleihen und der staatlichen Kredite ist heute aber schon signifikant niedriger, so dass selbst bei weiter anhaltend niedrigem Zinsniveau nicht davon auszugehen ist, dass die Spielräume ähnlich groß ausfallen wie in den zehn Jahren zuvor. Hinzu kommt, dass sich der demografische Wandel ab dem Jahr 2025 durch den Eintritt der Babyboomer in den Ruhestand intensiviert. Für sich genommen erhöht dies den Druck auf die monetären Sozialleistungen, der zu Mehrausgaben führen dürfte.

AKTUELLE NEUVERSCHULDUNG IST TRAGFÄHIG, NACH DER CORONAKRISE MUSS DIE DEFIZITGRENZE WIEDER EINGEHALTEN WERDEN

Somit bleibt festzuhalten, dass selbst die hohe aktuelle Neuverschuldung keine Zweifel an der Trag-

Abb. 1

Schuldenstandsquoten Deutschlands, 1950–2019^a



^a Bruttoschuldenstandsquote des öffentlichen Gesamthaushalts nach der Abgrenzung der Finanzstatistiken ohne Sozialversicherungen. Abweichung zu Werten nach der Abgrenzung der VGR aufgrund methodischer Unterschiede (vgl. Heil und Leidel 2018). Die Vergleichbarkeit der Daten aus den Erhebungen vor dem Jahr 2010 ist aufgrund methodischer Veränderungen nur eingeschränkt möglich. Ab 1955 einschließlich Berlin (West) sowie ab 1960 einschließlich Saarland. Ab 1991 gesamtdeutsche Ergebnisse. Nur bis zum Jahr 1992 Einbeziehung der Krankenhäuser mit kaufmännischem Rechnungswesen bei den Schulden des Bundes. Berücksichtigte Sondervermögen des Bundes: ab 1999 Bundeseisenbahnvermögen, der Erblastentilgungsfonds und der Ausgleichsfonds »Steinkohle« und ab 2007 ERP-Sondervermögen. Ab 2006 einschließlich ausgewählter öffentlicher Fonds, Einrichtungen und Unternehmen des Staatssektors. Bis 1970 Werte für das BIP rückverketet.

^b Extrahaushalte umfassen alle öffentlichen Fonds, Einrichtungen und Unternehmen, die nach ESVG 2010 zum Sektor Staat zählen. Seit dem Berichtsjahr 2013 werden die Einrichtungen für Forschung und Entwicklung in die Erhebung einbezogen. Ab dem Jahr 2015 werden alle öffentlich bestimmten Holdinggesellschaften nach dem ESVG 2010 als Extrahaushalte erhoben.

^c Defizitregel aus Artikel 115 GG in der Fassung des Jahres 1949.

^d Umwandlung der Defizitregel zu einer Goldenen Regel im Jahr 1969.

^e Umwandlung in eine strukturelle Defizitregel im Jahr 2009 mit Gültigkeit ab dem Jahr 2011.

^f Datenstand 2019: Vorläufiger Schuldenstand des öffentlichen Gesamthaushalts.

Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

© ifo Institut

fähigkeit der öffentlichen Finanzen in Deutschland aufkommen lässt. Die deutsche Finanzpolitik kann sich diese Verschuldung in einer so außergewöhnlichen Zeit leisten. Damit die Tragfähigkeit dauerhaft erhalten bleibt, ist eine Rückkehr zur niedrigeren Verschuldung notwendig. Nach der Bewältigung des Corona-Schocks sollten Bund und Länder daher wieder die im Rahmen der Schuldenbremse vorgesehene Regeldefizitgrenze einhalten und die durch die Ausnahmeklausel der Schuldenbremse zusätzlich aufgenommenen Schulden konjunkturgerecht zurückführen. Entgegen aller Unkenrufe hat sich die Schuldenbremse bisher in dieser Krise bewährt (vgl. Feld et al. 2019). Sie ist zudem eine Möglichkeit, sich gegenüber den Gläubigern des Staates glaubhaft zur Rückzahlung der Schulden und zur soliden Finanzpolitik zu binden (vgl. Yared 2019; Feld et al. 2017).

Wirtschaftspolitisch muss die deutsche Politik vor allem darauf setzen, die Staatsschuldenquote durch Wirtschaftswachstum zurückzuführen. Allerdings wird die demografische Entwicklung eine Belastung für die Wachstumsraten des Produktionspotenzials sein. Ein höheres Wachstum lässt sich daher nur durch höhere Investitionen und Innovationen erreichen. Entgegen der Euphorie für die öffentliche Investitionstätigkeit muss es vor allem darum gehen, private Investitionen und Innovationen zu steigern.

Dies gelingt nur, wenn die Investitionsbedingungen in Deutschland attraktiver werden. Angesichts des enormen Produktivitätsschocks, den die Covid-19-Pandemie verursacht hat, müssen Belastungen für die Produktivität vermieden werden. Die Konsolidierung der Staatshaushalte sollte daher nicht über Steuererhöhungen, sondern über eine Ausgabenkontrolle laufen, die die Staatsausgaben trotz der demografischen Entwicklung weniger stark als das Wirtschaftswachstum ansteigen lässt.

LITERATUR

Alesina, A., C. Favero und F. Giavazzi (2019), *Austerity – When It Works and When It Does Not*, Princeton University Press, Princeton.

Blanchard, O.J., J.-C. Chouraqui, R.P. Hagemann und N. Sartor (1990), »The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question«, *OECD Economic Studies* 15, 7–36.

Burret, H.T., L.P. Feld und E.A. Köhler (2013), »Sustainability of Public Debt in Germany – Historical Considerations and Time Series Evidence«, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik/ Journal of Economics and Statistics* 233, 291–335.

Burret, H.T., L.P. Feld und E.A. Köhler (2016), »(Un-)Sustainability of Public Finances in German Laender: A Panel Time Series Approach«, *Economic Modelling* 53, 254–265.

Burret, H.T., L.P. Feld und E.A. Köhler (2017), »The Fiscal Sustainability of the German Laender: Time Series Evidence«, *Finanzarchiv/ Public Finance Analysis* 73, 103–132.

D’Erasmus, P., E.G. Mendoza und J. Zhang (2016), »What is a Sustainable Public Debt?«, in: J.B. Taylor und H. Uhlig (Hrsg.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol 2, Ch. 32, North-Holland, Amsterdam, 2493–2597.

Domar, E.D. (1944), »The ‚Burden of the Debt‘ and the National Income«, *American Economic Review* 34, 798–827.

Feld, L.P., A. Kalb, M.-D. Moessinger und S. Osterloh (2017), »Sovereign Bond Market Reactions to Fiscal Rules and No-Bailout Clauses – The Swiss Experience«, *Journal of International Money and Finance* 70, 319–343.

Feld, L.P., E.A. Köhler und J. Wolfinger (2020), »Modeling Fiscal Sustainability in Dynamic Macro-Panels with Heterogeneous Effects: Evidence from German Federal States«, *International Tax and Public Finance* 27, 215–239.

Feld, L.P., W. H. Reuter und M. Yeter (2019), »Öffentliche Investitionen: Die Schuldenbremse ist nicht das Problem«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 20, 292–303.

Heil, N. und M. Leidel (2018), »Der Finanzierungssaldo des Staates in den Finanzstatistiken und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen«, Statistisches Bundesamt, *WISTA* 6, 85–98.

Hüther, M. und J. Südekum (2019), »Die Schuldenbremse – eine falsche Fiskalregel am falschen Platz«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 20, 284–291.

Potrafke, N. und M. Reischmann (2015), »Fiscal Transfers and Fiscal Sustainability«, *Journal of Money, Credit and Banking* 47, 975–1005.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2017), *Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik*, Jahresgutachten 2017/18, Kapitel 6, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2019), *Den Strukturwandel meistern*, Jahresgutachten 2019/20, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2020), *Konjunkturprognose für 2020 und 2021*, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Yared, P. (2019), »Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend«, *Journal of Economic Perspectives* 33(2), 115–140.

Martin Beznoska

Die Verschuldung des deutschen Staats wird trotz Coronakrise tragfähig bleiben

Die außergewöhnlichen Herausforderungen für die öffentlichen Haushalte im Zuge der Coronakrise werden ihre Spuren in Form einer historisch hohen Neuverschuldung hinterlassen. Auf der einen Seite führt der Einbruch der Wirtschaftsleistung zu hohen Ausfällen bei den Steuereinnahmen, auf der anderen Seite ergeben sich staatliche Mehrausgaben über die automatischen Stabilisatoren des Transfersystems und aus den ergriffenen Gegenmaßnahmen zur Abfederung der Krise.



Dr. Martin Beznoska

ist Senior Economist für Finanz- und Steuerpolitik, Kompetenzfeld »Öffentliche Finanzen, Soziale Sicherung, Verteilung«, am Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.

Zuletzt hat die Bundesregierung ein umfangreiches Konjunkturpaket verabschiedet, das für eine Ankurbelung des Konsums und eine zusätzliche Stabilisierung der Unternehmen sorgen soll. In Summe wird dies die staatliche Schuldenquote zunächst spürbar erhöhen. Das Ziel dieser Maßnahmen ist jedoch, die Erholung der Wirtschaftsleistung

zu stützen und diese auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückzuführen. Dies vorausgesetzt ist die Neuverschuldung für die deutsche Volkswirtschaft zu verkraften.

FISKALISCHE KOSTEN DER KRISE

Der Bund hat bereits zu Beginn der sich abzeichnenden Auswirkungen von Pandemie und Lockdown zahlreiche Sofortmaßnahmen beschlossen und die Finanzierung der zu erwartenden fiskalischen Folgen über einen ersten Nachtragshaushalt mit einem Verschuldungsvolumen von 156 Mrd. Euro gewährleistet (vgl. BMF 2020a). Im zweiten Nachtragshaushalt spiegelten sich die diesjährige Schuldenwirkung des Konjunkturpakets sowie weitere Corona-bedingte Steuerausfälle wider, die in der Steuerschätzung vom Mai prognostiziert wurden (vgl. BMF 2020b). Mit 61,8 Mrd. Euro aus dem zweiten Nachtragshaushalt ergibt sich somit eine vorläufige Neuverschuldung von 217,8 Mrd. Euro für den Bund (vgl. Tab. 1). Gleichzeitig geraten auch die

Tab. 1

Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte durch die Coronakrise

Angaben in Mrd. Euro

	Insgesamt	Bund	Länder	Kommunen
Finanzierungsbedarf aus Nachtragshaushalten ^a	392,8	217,8	145,0	30,0
davon Steuerausfälle laut Steuerschätzung vom Mai	94,6	44,0	35,0	15,6
Kredite an die KfW-Bank (z.B. für Kapitalmaßnahmen)	200,0	200,0	0,0	0,0
Implizite Finanzierung der Kommunen durch Bund und Länder	- 24,3	0,0	0,0	- 24,3
Summe	568,5	417,8	145,0	5,7

^a Schätzung des Autors für Länder und Kommunen.

Quelle: BMF (2020a), (2020b), (2020c); Deutscher Bundestag (2020); Nachtragshaushalte der Länder; Berechnungen des Autors.

Länderhaushalte unter Druck. Nicht nur, dass diese ebenfalls stark von den Steuerausfällen betroffen sind. Auch bei den Sozialausgaben und im Gesundheitsbereich ergeben sich zusätzliche Belastungen. Zudem finanzieren die Länder zum Teil die Steuerausfälle und Mehrausgaben der Kommunen. Aus den bereits existierenden Nachtragshaushalten der Länder lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt abschätzen, dass die Gesamtbelastung in etwa bei 145 Mrd. Euro liegen wird. Hierbei wurde bereits berücksichtigt, dass ein Teil des Finanzierungsbedarfs in manchen Bundesländern aus den in den vergangenen Jahren aufgebauten Rücklagen finanziert werden kann.

Weitere Lasten können aus den von Bund und Ländern gewährten Bürgschaften für Kredite entstehen, die zur Liquiditätssicherung an Unternehmen gewährt wurden. Hierfür wurden den Unternehmen zwar teilweise schon Rückstellungen in den Nachtragshaushalten gebildet, allerdings ist das gesamte Ausmaß an Ausfallrisiken für die öffentlichen Haushalte bislang unklar. Nach der Maastricht-Definition müssen ebenfalls bis zu 200 Mrd. Euro schuldenwirksam gebucht werden, die der Bund der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) zur Verfügung stellt, um Sonderkreditprogramme und Kapitalmaßnahmen zu finanzieren (vgl. BMF 2020c). Zu letzteren gehört auch der Einstieg des Bunds bei der Lufthansa. In Summe könnte der gesamtstaatliche Finanzierungsbedarf allein für das Jahr 2020 bei fast 570 Mrd. Euro liegen, wobei noch nicht abzuschätzen ist, ob sich auch die gesamte Summe bei Ländern und Kommunen tatsächlich in Schulden niederschlägt oder teilweise durch weitere Rücklagen und Konsolidierungsmaßnahmen finanziert werden kann. Allerdings wird es auch im Jahr 2021 zu merklichen Defiziten kommen, da zu erwarten ist, dass die Wirtschaftsleistung frühestens im dritten Quartal 2021 wieder das Niveau von Ende 2019 erreicht (vgl. Bardt et al. 2020). Auch die Arbeitslosigkeit wird voraussichtlich bis ins Jahr 2021 ansteigen, bevor die Trendwende erreicht wird. Damit drohen zusätzliche Finanzierungsbedarfe in den Sozialversicherungshaushalten, die der Bund zur Erfüllung seiner »Sozialgarantie« leisten muss. Hinzukommen nachwirkende Mehrausgaben aus

dem Konjunkturprogramm, die erst in den nächsten Jahren realisiert werden.

NACHHALTIGKEIT DER ÖFFENTLICHEN VERSCHULDUNG

Die entscheidende Frage lautet: Wie kann der deutsche Staat diesen außergewöhnlich hohen Anstieg der Verschuldung verkraften? Der Indikator für die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen ist nicht der absolute Schuldenstand, sondern die Schuldenquote – also der Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, wenn unterstellt werden kann, dass die Zinskosten des Staats von ihrem Niveau abhängen. Die Schuldenquote zu stabilisieren sollte deshalb Ziel nach der Krise sein, denn das Bruttoinlandsprodukt beschreibt nicht nur den Zustand der Wirtschaft, sondern auch das Potenzial für die öffentliche Hand, Steuereinnahmen zu generieren und somit die aus den Schulden erwachsenen Zinsausgaben zu bedienen. Dies verdeutlicht die wichtige Rolle des Erholungsprozess der Wirtschaftsleistung, in dem der Schlüssel für die Bewältigung der Schulden aus der Coronakrise liegt. Je schneller die Wirtschaft zu alter Stärke zurückfinden kann, desto eher können auch die öffentlichen Haushalte wieder konsolidiert werden. Der Stimulus in Form des Konjunkturpakets ist also sinnvoll, denn die berechtigte Hoffnung besteht, dass die Kombination aus Ankurbelung der Nachfrage und Stabilisierung des Unternehmenssektors in einen nachhaltigen Aufschwung überleitet.¹

Die konjunkturstützenden Maßnahmen und die Steuerausfälle führen zunächst jedoch zu einer historisch hohen Neuverschuldung, die den Schuldenstand bis Ende des Jahres 2020 auf 2,6 Billionen Euro ansteigen lassen kann (vgl. Tab. 2). Die Schuldenquote würde dann von 59,8% Ende 2019 je nach Szenario

¹ Anzumerken sei hier, dass die Schuldenquote auch durch Inflation gesenkt wird, da das nominale BIP entscheidend ist. Das Ziel, eine höhere Inflationsrate zu generieren als die von der EZB anvisierten 2%, erscheint jedoch abgesehen von der Umsetzbarkeit aus vielen weiteren Gründen keine geeignete Strategie für nachhaltige öffentliche Finanzen zu sein.

Tab. 2

Projektionen der gesamstaatlichen Schuldenquote

Angaben in Mrd. Euro; Veränderung BIP und Schuldenquote jeweils in %

	2019	BIP-Szenario (ifo)		BIP-Szenario (IW)	
		2020	2021 ^a	2020	2021 ^a
BIP (in jeweiligen Preisen)	3 435,2	3 280,6	3 543,1	3 201,6	3 509,0
Veränderung des realen BIP in %	–	– 6,7	6,4	– 9,0	8,0
Finanzierungsbedarf des Staats	–	568,5	76,5	568,5	132,0
Schuldenstand nach Maastricht	2 053,0	2 621,5	2 698,0	2 621,5	2 753,5
Schuldenquote in %	59,8	79,9	76,1	81,9	78,5

^a Der jeweilige Finanzierungsbedarf für 2021 ist aus der VGR-Logik der Konjunkturprognosen abgeleitet und daher nur eingeschränkt vergleichbar mit der Zu- und Abflussrechnung des Schuldenstands. Daher soll dieser nur als Anhaltspunkt für die potenzielle Neuverschuldung 2021 dienen.

Anmerkung: Als BIP-Deflator ist in beiden Szenarien 2,2% für 2020 und 1,6% für 2021 angenommen (vgl. SVR 2020).

Quelle: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Wollmershäuser et al. (2020); Bardt et al. (2020); SVR (2020); Berechnungen des Autors.

der Entwicklung des BIP auf fast 80% (BIP-Prognose des ifo Instituts) oder bis zu 82% (BIP-Prognose des Instituts der deutschen Wirtschaft) steigen und somit das Maastricht-Kriterium einer Schuldenquote unter 60% deutlich überschreiten. Mit dem Einsetzen der wirtschaftlichen Erholung im Jahr 2021, von dem beide Prognosen ausgehen, würde die Schuldenquote bereits wieder auf 76% (ifo Institut) bzw. 78,5% (IW) sinken. Und dies, obwohl in beiden Szenario-Rechnungen von einem weiteren hohen gesamstaatlichen Defizit im Jahr 2021 ausgegangen wird. Der positive Effekt des Wirtschaftswachstums wirkt somit automatisch dämpfend auf die Schuldenquote und führt diese im Best-Case-Szenario begleitet von der Rückführung des gesamstaatlichen Defizits wieder unter 60%.

Dass dieser Weg funktioniert, zeigen die Erfahrungen nach der Finanzkrise 2008/2009. Damals stieg die Schuldenquote bis auf über 82% am Ende des Jahres 2010. Der anschließende Aufschwung in Verbindung mit der Politik der »Schwarzen Null« führte die Schuldenquote innerhalb von neun Jahren wieder unter 60%. Allerdings war die Sparsamkeit der Bundesregierung in dieser Zeitspanne nicht besonders groß, denn neben den stark steigenden Steuereinnahmen nach der Krise sorgte ein weiteres Phänomen für eine große Entlastung des Haushalts: die fallenden Zinsen (vgl. Beznoska und Hentze 2020). Die Zinsen, die der Bund für neue Staatsanleihen bezahlen muss, liegen unverändert niedrig, teilweise im negativen Bereich. Somit sollte eine weitere wichtige Bedingung für die Nachhaltigkeit der Verschuldungssituation, nämlich eine niedrige Zins-Steuer-Quote – also die Zinsausgaben im Verhältnis zu den Steuereinnahmen – in den nächsten Jahren erfüllt sein. Für eine anhaltende Niedrigzinsphase spricht eine Vielzahl von Gründen. Neben der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken führten hohe Sparquoten der privaten Haushalte und eine niedrige Investitionstätigkeit sowohl der Unternehmen als auch der öffentlichen Hand zu einem langfristigen Sinken der Zinsen (vgl. Demary und Voigtländer 2018). Sollten diese Trends weiter anhalten, ist davon auszugehen, dass die Zinsen noch länger niedrig bleiben. Allerdings ist nicht ausgeschlossen,

dass die steigende staatliche Verschuldung und die Expansion der Staatstätigkeit selbst für eine Erhöhung der Zinsen sorgen könnten. Vor diesem Hintergrund sollte der Staat nach der Coronakrise stärkere Konsolidierungsanstrengungen anstreben als nach der Finanzkrise. Zumal die Entlastungswirkung eines weiter sinkenden Zinses mit großer Wahrscheinlichkeit diesmal ausfallen wird.

Obwohl eine ambitionierte Tilgung der Staatsschuld unter den gegebenen Rahmenbedingungen zunächst nicht notwendig ist – dies folgt aus dem geschilderten Mechanismus der Schuldenquote – und erst recht nicht die Erholung der Wirtschaftsleistung gefährden sollte, kann jedoch auch ein sehr langsam ansteigender Zins über die Hebelwirkung der hohen Schulden eine Gefahr für die langfristige Konsolidierung darstellen. Um dieses (aus den angesprochenen Gründen zwar geringe) Zinsrisiko dennoch zu berücksichtigen, könnte ein denkbarer Tilgungspfad das Ziel verfolgen, das Szenario eines moderaten Zinsanstiegs z.B. über die nächsten 20 Jahre abzufedern.

WERDEN WEITERE MASSNAHMEN ZUR TILGUNG DER STAATSSCHULDEN NOTWENDIG SEIN?

Eine Tilgung darüber hinaus erscheint ökonomisch wenig sinnvoll, da sie der Wirtschaft wichtige Ressourcen entziehen würde und bei negativen bzw. sehr niedrigen positiven Zinsen keinen Mehrwert brächte. Die Tilgungsanstrengungen des Staats sollten daher quantitativ auf das Ausmaß begrenzt werden, in dem die jährlichen Steuereinnahmen im Zuge der wirtschaftlichen Erholung steigen, respektive Konsolidierungsmaßnahmen auf der Ausgabenseite zum jährlichen Haushaltsausgleich beitragen. Denn die sogenannte »warme Progression« der Einkommensteuer sorgt dafür, dass die Steuereinnahmen nicht nur absolut steigen werden, sondern sich bei steigenden Realeinkommen auch die Steuerquote wieder erhöht. Weitreichende zusätzliche Maßnahmen wie Steuererhöhungen oder massive Kürzungen etwa bei den öffentlichen Investitionen sind daher nicht notwendig. Im Gegenteil, da die Strategie zur Bewältigung der Schulden im Wirtschafts-

wachstum liegen muss, würden diese Maßnahmen dem Ziel zuwiderlaufen. Allein die Ankündigung von neuen Steuern – etwa der Vermögensteuer – könnte Investitionen verhindern oder die Verlagerung von Kapital ins Ausland provozieren. Damit droht eine Negativspirale aus niedrigem Wachstum, niedrigen Steuereinnahmen und weiter wachsenden Schulden. Die finanzpolitische Strategie muss daher wachstumsfreundlich ausgerichtet sein. So bleiben die Schulden beherrschbar und die öffentlichen Finanzen können die Krise ohne langfristigen Schaden überstehen.

LITERATUR

Bardt, H., M. Beznoska, M. Demary, M. Grömling, M. Hüther, G. Kolev, J. Matthes, J. Pimpertz und H. Schäfer (2020), »IW-Konjunkturprognose Frühsommer 2020 – Gewaltiger Einbruch und nur allmähliche Erholung«, *IW-Report* Nr. 25, Köln.

Beznoska, M. und T. Hentze (2020), »Entstehung und Verwendung des zusätzlichen Spielraums im Bundeshaushalt in den Jahren 2013 bis 2018«, *List Forum* 45, 281–294.

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2020a), »Zweiter Nachtrag zum Bundeshaushalt 2020«, Regierungsentwurf, verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_II/19_Legislaturperiode/2020-06-16-Zweites-Nachtragshaushaltsgesetz2020/2-Regierungsentwurf.pdf;jsessionid=77048B9936C785D5DC23DAB44DD40082.delivery2-replication?__blob=publicationFile&v=2, aufgerufen am 2. Juli 2020.

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2020b), »Ergebnis der 157. Sitzung des Arbeitskreises ›Steuerschätzungen‹ vom Mai 2020 in Berlin«, verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Steuern/Steuerschätzungen_und_Steuereinnahmen/Steuerschätzung/2020-ergebnisse-157-sitzung-steuerschätzung.html, aufgerufen am 2. Juli 2020.

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2020c), »Deutsches Stabilitätsprogramm 2020«, verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/2020-04-17-stabilitaetsprogramm-2020.pdf, aufgerufen am 2. Juli 2020.

Demary, M. und M. Voigtländer (2018), »Reasons for the Declining Real Interest Rates«, *IW-Report* Nr. 47, Köln.

Deutscher Bundestag (2020), »Bericht des Haushaltsausschusses (8. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksachen 19/20000, 19/20001 – Entwurf eines Gesetzes über die Feststellung eines Zweiten Nachtrags zum Bundeshaushaltsplan für das Haushaltsjahr 2020 (Zweites Nachtragshaushaltsgesetz 2020)«, verfügbar unter: <https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/206/1920601.pdf>, aufgerufen am 7. Juli 2020.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2020), *Konjunkturprognose 2020 und 2021 – 23. Juni 2020*, verfügbar unter: https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Konjunkturprognosen/2020/KJ2020_Gesamtausgabe.pdf, aufgerufen am 2. Juli 2020.

Wollmershäuser, T., M. Götttert, C. Grimme, C. Krolage, S. Lautenbacher, R. Lehmann, S. Link, A.-C. Rathje, M. Reif, A. P. Sandqvist, S. Sauer, M. Stöckli und A. Wölfl (2020), »ifo Konjunkturprognose Sommer 2020: Deutsche Wirtschaft – es geht wieder aufwärts«, *ifo Schnelldienst* Sonderausgabe Juli, München.

Oliver Holtemöller*

Rekordschulden gegen Corona-Folgen sind finanzierbar – schuldenfinanzierte Konsumstimulierung aber nicht zielführend

Auf große Wirtschaftskrisen reagiert die Finanzpolitik häufig mit einer massiven Ausweitung der öffentlichen Verschuldung, so auch in der gegenwärtigen Corona-Krise. In diesem Beitrag wird gezeigt, dass die deutsche Schuldenbremse die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auch dann gewährleistet, wenn im Abstand von zehn Jahren Krisen auftreten, in denen die Neuverschuldungsgrenze außer Kraft gesetzt wird. Die Tragfähigkeit zusätzlicher Staatsschulden begründet jedoch nicht deren Sinnhaftigkeit. Diskretionäre Finanzpolitik zur Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage leistet insgesamt einen eher kleinen Anteil zur Stabilisierung der realwirtschaftlichen Entwicklung. Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Epidemie, für den Ausgleich tatsächlicher sozialer und wirtschaftlicher Schäden und für die Aufrechterhaltung des Bildungsbetriebs unter den Bedingungen einer Epidemie könnten einen wichtigeren Beitrag zur Krisenbekämpfung leisten als kurzfristige Nachfragestimulierung.

Die Coronakrise hat der Debatte um die Sinnhaftigkeit der deutschen Schuldenbremse neuen Schub gegeben. Die im Grundgesetz verankerte Begrenzung der öffentlichen Neuverschuldung steht seit längerem in der Kritik, unter anderem weil die Zinsen, die für deutsche Staatsanleihen gegenwärtig anfallen, negativ sind. Was ist die Intention der Schuldenbremse? Sie soll dazu beitragen, dass die Staatsschuldenquote, also der öffentliche Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, stabil bleibt. Anlass für die Einführung der neuen Schuldenregel im Jahr 2009 war der trendmäßige Anstieg der öffentlichen Bruttoschuldenquote von etwa 20% Mitte der 1970er Jahre (in Westdeutschland) auf gut 65% im Jahr 2007, dem Jahr vor der weltweiten Finanzkrise (vgl. Abb. 1).



Prof. Dr. Oliver Holtemöller

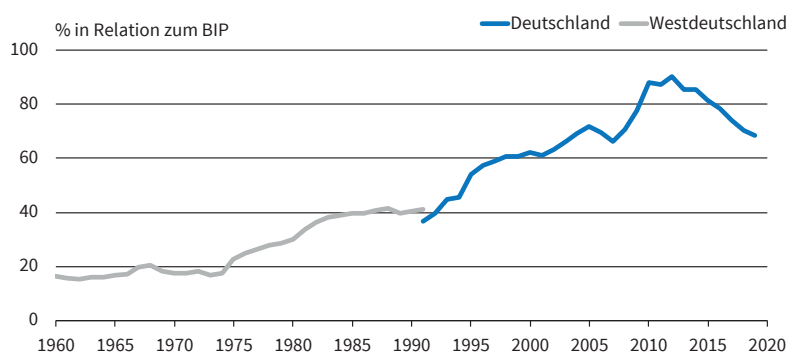
ist stellvertretender Präsident des Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH). Zudem ist er Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg und Leiter der Abteilung »Makroökonomik« am IWH.

Foto: © IWH.

* Ich danke Mathias Trabandt und Matthias Wieschemeyer für Kommentare und Hinweise.

Abb. 1

Öffentlicher Schuldenstand in Deutschland



Quelle: Refinitiv Datastream; OECD.

© ifo Institut

Nachdem die Staatsschuldenquote im Zuge der Finanzkrise weiter auf gut 82% gestiegen war, lag sie im Jahr 2019 wieder bei der Maastricht-Grenze von 60%. Das ist nicht allein das Verdienst der Schuldenbremse; ein langer Aufschwung und rückläufige Zinsausgaben für die ausstehenden Staatsschulden haben die Rückführung der Schuldenquote begünstigt.

Es ist theoretisch und empirisch unklar, wie hoch die optimale Staatsschuldenquote ist. Auf zwei finanzpolitische Grundsätze dürften sich allerdings viele verständigen können: Erstens sollte die Staatsschuldenquote nicht trendmäßig steigen, sondern langfristig stabil sein. Zweitens sollte die Staatsschuldenquote nicht jahresgenau stabilisiert werden, sondern das öffentliche Defizit mit der Konjunktur atmen können. In Bezug auf den ersten Grundsatz einer trendmäßigen Stabilisierung der Staatsschuldenquote schießt die deutsche Schuldenbremse zunächst über das Ziel hinaus. Selbst wenn das reale Bruttoinlandsprodukt aufgrund ausbleibenden Produktivitätsfortschritts und schrumpfender Erwerbsbevölkerung in den kommenden Jahren um 0,3% pro Jahr sänke und die Inflationsrate mit durchschnittlich 1,5% unter dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank läge, ginge die Bruttoschuldenquote einhergehend mit einem Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts um 1,2% pro Jahr gemäß deutscher Schuldenbremse langfristig auf etwa 30% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und damit deutlich unter das Niveau des Jahres 2019 zurück. Im Folgenden wird analysiert, wie sich dieses Kalkül ändert, wenn der zweite Grundsatz, dass finanzpolitischer Spielraum in Krisenzeiten gegeben sein soll, in die Betrachtung mit einbezogen wird.

SCHULDENBREMSE GEWÄHRLEISTET TRAGFÄHIGKEIT DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN AUCH NACH GROSSEN WIRTSCHAFTSKRISEN

Wir betrachten eine Krise, die zu einer Aussetzung der Neuverschuldungsgrenze führt, wie es im Grundgesetz im Rahmen der Schuldenbremse vorgesehen ist und in der der zusätzliche Verschuldungsspielraum für diskretionäre Finanzpolitik in Form von zusätzlichen

Staatsausgaben genutzt wird.¹ Normale Konjunkturschwankungen werden hier ausgeblendet, da sich die deutsche Schuldenbremse auf das strukturelle Defizit bezieht und sich die Effekte der automatischen Stabilisatoren auf das öffentliche Defizit im Konjunkturzyklus ausgleichen sollten.²

Szenario 1

Die Effekte einer Wirtschaftskrise auf die Staatsverschuldung seien anhand einer Simulation verdeutlicht. Im Ausgangsjahr der Betrachtung (Periode 1), betrage die Staatsschuldenquote 80%; das ist in etwa der Stand vor zehn Jahren unmittelbar nach der Finanzkrise. Das Produktionspotenzial ($\bar{Y}_t$) wachse mit einer Rate von 0,7% pro Jahr, die sich aus einer durchschnittlichen Zunahme der Arbeitsproduktivität um 1,0% pro Jahr und einem Rückgang der Erwerbspersonen um 0,3% pro Jahr zusammensetzt.³ Die Inflationsrate liege in Einklang mit dem Preisstabilitätsziel der Europäischen Zentralbank mit 1,8% knapp unter 2%. Das nominale Wirtschaftswachstum belaufe sich folglich auf 2,5% pro Jahr. In normalen Zeiten betrage das öffentliche Defizit 0,35% ($\delta = 0,0035$) in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ($Y_t = \bar{Y}_t$)

$$D_t = \delta \bar{Y}_t P_t = \delta Y_t P_t.$$

Wir betrachten hier zunächst das öffentliche Defizit insgesamt, das sich aus dem Primärdefizit (PD_t) und den Zinszahlungen des Staates auf die ausstehenden Staatsschulden zusammensetzt. Der nominale Schuldenstand B_t am Ende der Periode t ergibt sich aus:

$$B_t = B_{t-1} + \underbrace{G_t - T_t}_{D_t} = B_{t-1} + i_{t-1} B_{t-1} + \underbrace{G_t^* - T_t}_{PD_t},$$

wobei G_t die Staatsausgaben inklusive Zinsausgaben, T_t die Steuereinnahmen, i_t den nominalen Zinssatz und G_t^* die um Zinsausgaben bereinigten Staatsausgaben bezeichnen. Die Staatsausgaben ergeben sich in der Simulation als konstanter Anteil ξ des nominalen Produktionspotenzials ($\bar{Y}_t P_t$) in normalen Zeiten zuzüglich einer diskretionären Komponente in Krisenzeiten

$$G_t = \xi \bar{Y}_t P_t - \zeta (Y_t - \bar{Y}_t) P_t.$$

¹ Die Aussetzung der Neuverschuldungsgrenze ist in Artikel 115 Absatz (2) des Grundgesetzes für die Bundesrepublik Deutschland geregelt: »... Im Falle von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Notsituationen, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigen, können diese Kreditobergrenzen auf Grund eines Beschlusses der Mehrheit der Mitglieder des Bundestages überschritten werden. ...«. Einen entsprechenden Beschluss hat der Deutsche Bundestag am 25. März 2020 gefällt, vgl. <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2020/kw13-de-corona-schuldenbremse-688956>.

² Auch der mit der Aussetzung der Kreditobergrenze einhergehende Tilgungsplan wird hier nicht explizit modelliert.

³ Die koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes und der Statistischen Ämter der Länder impliziert für die kommenden Jahrzehnte in etwa einen Rückgang der Personen im Alter zwischen 15 und 74 Jahren um 0,3% pro Jahr. Die Arbeitsproduktivität hat im Zeitraum 1996 bis 2019 um 1,1% pro Jahr zugenommen (vgl. Brauttsch et al. 2020, S. 35).

Die Steuereinnahmen belaufen sich auf

$$T_t = (\xi - \delta)Y_t P_t,$$

so dass das Defizit in normalen Zeiten ($Y_t = \bar{Y}_t$) $D_t = \delta \bar{Y}_t P_t = \delta Y_t P_t$ beträgt. Die Simulationsergebnisse in Abbildung 2 zeigen, dass die Staatsschuldenquote ($b_t = B_t / (Y_t P_t)$) in dem skizzierten Szenario »Baseline« innerhalb von 20 Jahren von 80% auf 55% fällt.

Szenario 2: »Krise«

In einem Alternativszenario »Krise« treffe ein wirtschaftlicher Schock wie die gegenwärtige Coronakrise die Wirtschaft in Periode 10, so dass das reale Bruttoinlandsprodukt um gut 5% zurückgeht.⁴ Im auf die Krise folgenden Jahr werde wieder das trendmäßige Bruttoinlandsprodukt erreicht. Die Staatsausgaben werden im Krisenjahr massiv ausgeweitet; die Kalibrierung erfolgt so, dass das öffentliche Defizit im Krisenjahr auf knapp 7% in Relation zum Bruttoin-

⁴ Brauttsch et al. (2020) prognostizieren einen Rückgang des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Deutschland um 5,1% für das Jahr 2020.

landsprodukt steigt ($\zeta = 0,8$).⁵ Die Staatsschuldenquote schnell deutlich empor, auch bedingt durch den Rückgang des nominalen Bruttoinlandsprodukts, und sie liegt langfristig um einige Prozentpunkte über dem Wert des Baseline-Szenarios. Nach zehn Jahren, in Periode 20, wird in etwa wieder der Maastricht-Grenzwert von 60% erreicht.

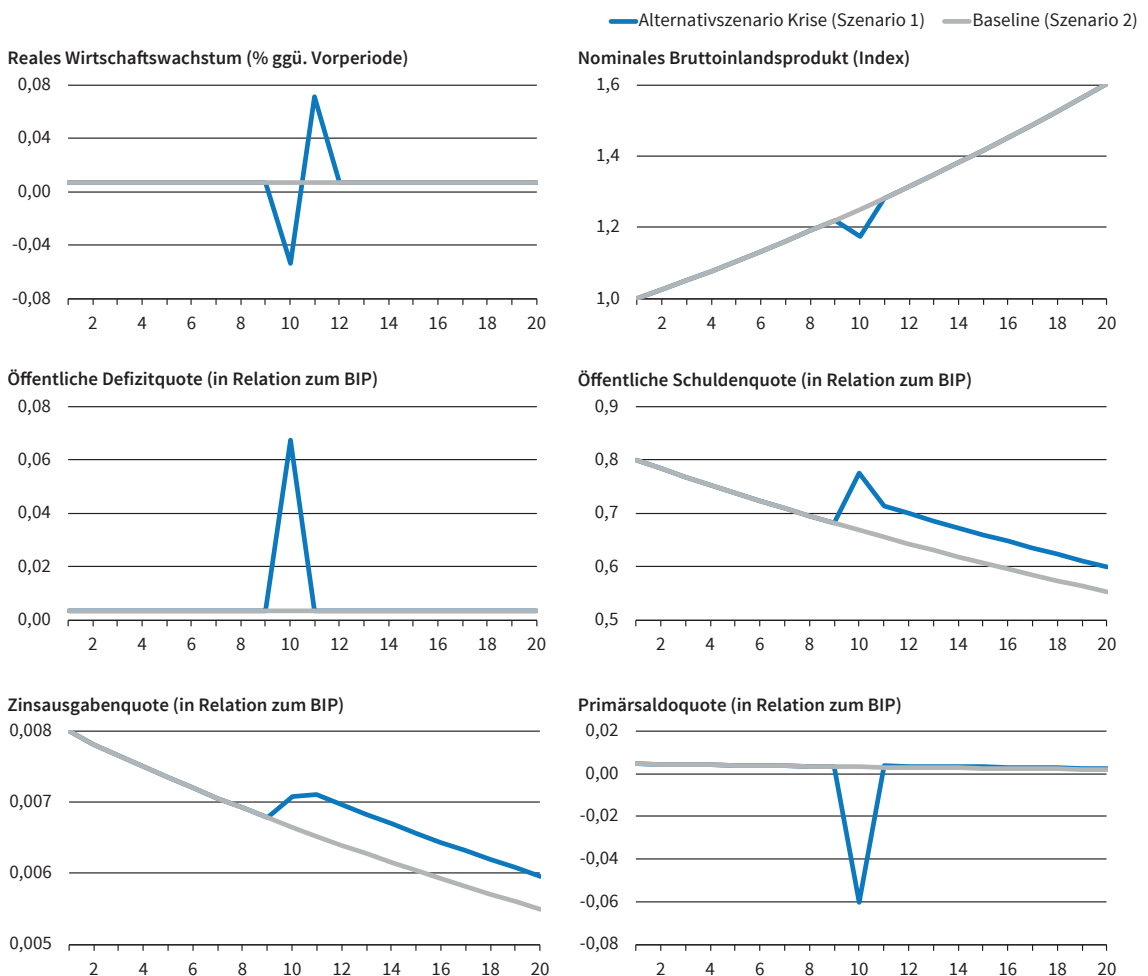
Keine grundsätzliche Beeinträchtigung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

Die Tatsache, dass die deutsche Schuldenbremse eine sinkende Staatsschuldenquote impliziert, kann somit als ein Mechanismus verstanden werden, der auch dann tragfähige öffentliche Finanzen gewährleistet, wenn die Wirtschaft von Zeit zu Zeit von schweren Krisen getroffen wird. Krisen vom Ausmaß der weltweiten Finanzkrise oder der Coronakrise können so ohne Beeinträchtigung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verkraftet werden, solange sie nicht wesentlich öfter als alle zehn Jahre auftreten. Durch die im Vergleich zur Baseline höhere Staatsverschuldung er-

⁵ Dies entspricht der in Brauttsch et al. (2020) prognostizierten Defizitquote für das Jahr 2020.

Abb. 2

Simulation der öffentlichen Verschuldung nach einer Krise



Quelle: Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

geben sich zwar Mehrausgaben für Zinsen, aber diese fallen, wenn die aktuelle implizite Durchschnittsverzinsung deutscher Staatsschulden von 1% zugrunde gelegt wird, beim zur Einhaltung der Schuldenbremse erforderlichen Primärsaldo kaum ins Gewicht (vgl. Abb. 2).⁶ Selbst wenn die maßgeblichen Parameter Potenzialwachstumsrate, Inflationsrate und Zinssatz ungünstiger als hier unterstellt ausfallen, gefährden einmalige krisenbedingte große öffentliche Defizite die Tragfähigkeit der deutschen Staatsfinanzen nicht grundsätzlich; es dauert dann lediglich länger, bis die Maastricht-Grenze von 60% nach einer Krise wieder erreicht wird.⁷

Die Tatsache, dass die Verzinsung neuer deutscher Staatsschulden gegenwärtig negativ ist, ändert wenig an der Grundaussage, dass die Schuldenquote bei diskretionären zusätzlichen Staatsausgaben steigt. Zwar sinkt die Schuldenquote bei einem ausgeglichenen Primärsaldo, wenn die Zinsen auf die ausstehenden Staatsschulden niedriger als die Wirtschaftswachstumsrate sind. Aber die deutsche Schuldenbremse stellt nicht auf den strukturellen Primärsaldo, sondern auf das strukturelle Defizit ab. Wenn die Zinsausgaben negativ sind, erhöhen sie den Ausgabenspielraum des Staates. Und tatsächlich gibt es in den empirischen Daten keinen Hinweis darauf, dass sinkende Zinsausgaben systematisch mit einem sinkenden öffentlichen Defizit einhergehen. Vielmehr scheint der sich aus niedrigeren Zinsen ergebende Spielraum für zusätzliche Staatsausgaben oder Einnahmesenkungen genutzt zu werden; der Korrelationskoeffizient der Veränderungen von Zinsausgabenquote und öffentli-

cher Defizitquote insgesamt in Deutschland im Zeitraum 1991 bis 2019 beträgt lediglich 0,12 (vgl. Abb. 3). Negative Zinsen sind somit für sich genommen kein Argument, die Schuldenbremse grundsätzlich außer Kraft zu setzen.

TRAGFÄHIGE ÖFFENTLICHE SCHULDEN SIND NICHT NOTWENDIGERWEISE AUCH SINNVOLLE ÖFFENTLICHE SCHULDEN

Wie zuvor gezeigt, stellt die kurzfristige Aussetzung der Kreditobergrenze in Krisenzeiten keine erhebliche Gefahr für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Deutschland dar. Das ist jedoch kein Freibrief für zusätzliche Staatsschulden. Grundsätzlich ist es sinnvoll, finanzpolitische Maßnahmen nicht ausgehend von dem vorhandenen Finanzierungsspielraum, sondern ausgehend von der inhaltlichen Bewertung der Maßnahmen zu beurteilen. Die Coronakrise stellt einen kombinierten Angebots- und Nachfrageschock dar. Aufgrund von Eindämmungsmaßnahmen sind zum einen die Möglichkeiten, bestimmte Güter wie etwa gastronomische und touristische Dienstleistungen anzubieten, eingeschränkt. Zum anderen halten sich Konsumenten zurück, etwa weil sie über ihr zukünftiges Einkommen verunsichert sind oder durch eine weiter bestehende Ansteckungsgefahr von Aktivitäten abgeschreckt werden. Außerdem geraten Unternehmen wegen wegfallender Umsätze in bedrohliche Solvenzprobleme (vgl. Holtemöller und Muradoglu 2020).

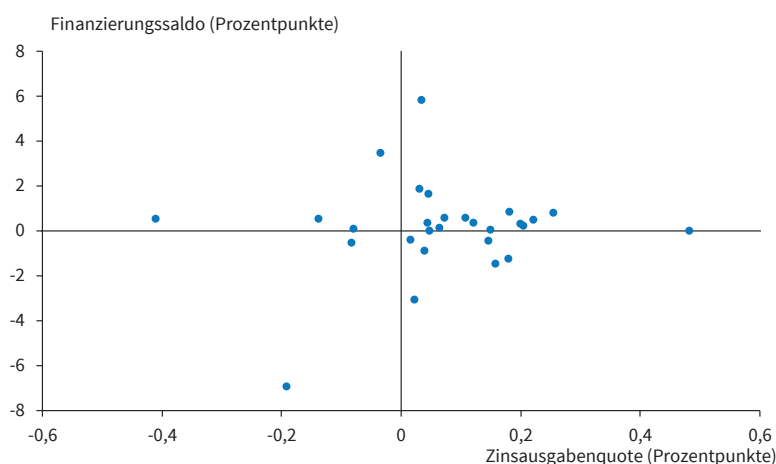
Auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage abzielende diskretionäre Finanzpolitik kann dagegen wenig ausrichten. Schon die Evaluierung der finanzpolitischen Maßnahmen in der Finanzkrise hat gezeigt, dass das damalige Konjunkturpaket im Umfang von 90 Mrd. Euro das Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2009 und 2010 nur um jeweils etwa ein halbes Prozent angehoben und damit den wirtschaftlichen Einbruch um gut 5% nur geringfügig gemildert hatte (vgl. Drygalla et al. 2018). Die Maßnahmen im Corona-Konjunkturpaket, die auf die Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausgerichtet sind, könnten eine noch geringere Wirkung entfalten (vgl. Holtemöller 2020b). So dürften beispielsweise die Mehrwertsteuersenkung und der Kinderbonus einen Fiskalmultiplikator von deutlich unter 1 aufweisen (vgl. Brautzsch et al. 2020). Der staatliche Mittelaufwand fällt also größer aus als dessen Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt. Solche Maßnahmen sind zudem wenig zielgenau. Es gäbe vorteilhaftere Maßnahmen, um die ökonomischen Folgen der Corona-Epidemie zu mildern. An erster Stelle ist hier eine deutliche Ausweitung der Corona-Tests zu nennen. Damit ließe sich eine erneute rasante Ausbreitung des Coronavirus durch gezielte Quarantänemaßnahmen zu sehr viel niedrigeren ökonomischen Kosten als durch ungezielte allgemeine Kontakteinschränkungen wie im Frühjahr des Jahres 2020 erreichen (vgl. Holtemöller 2020a).

⁶ Siehe zur impliziten Durchschnittsverzinsung der deutschen Staatsschulden die AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/ameco-database_en.

⁷ Nicht nur die Krisenhäufigkeit, sondern auch die Tiefe des Einbruchs und die Dauer der Erholungsphase spielen für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen eine Rolle, werden hier jedoch aus Platzgründen nicht systematisch analysiert.

Abb. 3

Öffentlicher Finanzierungssaldo und Zinsausgaben Veränderung in % des BIP



Der Korrelationskoeffizient beträgt 0,12. Die Zinsausgabenquote bezeichnet hier die öffentlichen Zinsausgaben in Relation zum BIP.

Quelle: AMECO; Berechnung des Autors.

© ifo Institut

FAZIT: MASSNAHMEN ZUR ABMILDERUNG SOZIALER UND WIRTSCHAFTLICHER BEEINTRÄCHTIGUNGEN SIND SINNVOLLER ALS KURZFRISTIGE KONSUMSTIMULIERUNG

Gegen Rekordschulden im Zuge der Coronakrise spricht insgesamt nicht, dass diese für sich genommen die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Deutschland gefährdeten. Das sich gegenwärtig abzeichnende öffentliche Defizit von 7% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist durchaus tragbar; Deutschland könnte sich angesichts der in den Folgejahren wieder greifenden Schuldenbremse sogar ein noch höheres Defizit in Krisenjahren leisten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass auf die Wirksamkeit finanzpolitischer Maßnahmen nicht geachtet werden sollte. Solange die Epidemie faktisch bestimmte ökonomische Aktivitäten einschränkt, kann allgemeine Nachfragestimulierung keine grundlegende Verbesserung herbeiführen. Notwendig ist vor allem, die Stärke einer zweiten Epidemiewelle in Deutschland zu reduzieren und sich auf spezifische und lokal begrenzte Eindämmungsmaßnahmen vorzubereiten, denn ein weiterer allgemeiner Shutdown könnte viele Unternehmen in die Insolvenz treiben und dann auch das Produktionspotenzial dauerhaft beeinträchtigen. Sinnvoller als kurzfristige konsumstimulierende Maßnahmen wä-

ren Maßnahmen, die auf eine breite gesellschaftliche Akzeptanz der Eindämmungsmaßnahmen abzielen, indem damit einhergehende soziale und wirtschaftliche Beeinträchtigungen für die Betroffenen gemildert werden. Nicht zuletzt dürften Mehrausgaben für die Betreuung der Schulkinder, insbesondere aus sozio-ökonomisch benachteiligtem Umfeld, mittel- bis langfristig einen positiven Effekt auf das wirtschaftliche Potenzial haben und nicht nur kurzfristig stimulierend wirken. Der finanzielle Spielraum für solche Maßnahmen wäre durchaus vorhanden.

LITERATUR

- Brauttsch, H.-U., J. C. Claudio, A. Drygalla, F. Exß, K. Heinisch, O. Holtemöller, M. Kämpfe, A. Lindner, I. Müller, B. Schultz, R. Staffa, M. Wieschmeyer und G. Zeddis (2020), »Wirtschaft stellt sich auf Leben mit dem Virus ein«, *IWH Konjunktur aktuell* 8(2), 26–62.
- Drygalla, A., O. Holtemöller und K. Kiesel (2018), »The effects of fiscal policy in an estimated DSGE model – The case of the German stimulus packages during the Great Recession«, *Macroeconomic Dynamics*, <https://doi.org/10.1017/S1365100518000858>.
- Holtemöller, O. (2020a), »Integrated Assessment of Epidemic and Economic Dynamics«, IWH Discussion Paper 4/2020, verfügbar unter: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/215895/1/1694465632.pdf>.
- Holtemöller, O. (2020b), »Was taugt das Corona-Konjunkturpaket? Lehren aus der Evaluierung der Konjunkturpolitik während der Finanzkrise«, *Wirtschaftliche Freiheit*, 10. Juni, verfügbar unter: <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=27510>.
- Holtemöller, O. und Y. G. Muradoglu (2020), »Corona shutdown and bankruptcy risk«, *IWH Online* (3), verfügbar unter: https://www.iwh-halle.de/fileadmin/user_upload/publications/iwh_online/io_2020-03.pdf.

Hans-Peter Burghof

Wirtschaftliche Freiheit als Krisenwährung

Wer in den 1980er oder 1990er Jahren an einer guten Fakultät für Volkswirtschaftslehre seine Ausbildung erfahren und die folgenden zwei Jahrzehnte verschlafen hätte, würde sich heute beim Erwachen verwundert die Augen reiben. Damals, nach dem Kollaps der staatskapitalistischen Systeme, öffnete sich eine neue Welt der wirtschaftlichen und persönlichen Freiheit für viele Millionen Menschen. Zahlreiche Staaten drängten in die Europäische Union, die wie keine andere Region der Welt diese neue Hoffnung repräsentierte. Diese Union gewann mit dem Vertrag von Maastricht und der Schaffung der gemeinsamen Währung nach Jahren der Stagnation eine neue Dynamik. Das neue Europa war, nach Jahrhunderten der Konflikte, ein Wunder der Geschichte. Aber geschichtliche Momente dieser Art haben keine Beständigkeit.

Die Ernüchterung folgte bald und schmeckt unverändert bitter. Europa hat vieles von seiner Attraktivität verloren. Die Mitgliedstaaten sind über viele Sachfragen, aber auch über grundlegende Werte zutiefst zerstritten. Die marktwirtschaftlichen Grundlagen erodieren gegenüber der Dominanz staatlicher Lenkungskonzepte, und Grundfreiheiten werden vorübergehend oder sogar auf Dauer ausgesetzt oder entwertet. Für

diese Entwicklungen gibt es zahlreiche miteinander verbundene Ursachen, und die Erklärungsmodelle dafür sind so vielfältig wie die politischen Positionen der Interpreten. Ohne diese hier bewerten zu wollen: Bei vielen Fragen, z.B. der nach der Rolle des Staates im Verhältnis zu den Märkten und, damit verknüpft, der akzeptablen Höhe der Staatsverschuldung, tritt dabei der situative Ansatz vieler Begründungen unangenehm hervor.

KRISENPERMANENZ UND DIE ÖKONOMISCHE INTERPRETATION DER STAATSCHULD

In den 1990er Jahren dominierten der Monetarismus und das Vertrauen in die Märkte. Die neue Zentralbank Europas hatte ein eng begrenztes Mandat, das nicht einmal die eigentlich unabwiesbare Rolle als »Lender of Last Resort«, also als Spender von Liquidität bei Krisen der Finanzmärkte, umfassen sollte. In Deutschland wurde die Banken-



Prof. Dr. Hans-Peter Burghof

ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim.

aufsicht vom Rechnungshof kritisiert, weil sie bei einer sinkenden Zahl der zu überwachenden Kreditinstitute nicht auch die Zahl ihrer Mitarbeiter reduziert hatte. Und die bundesdeutsche Politik engagierte sich intensiv (und gegen die Bedenken mancher Aufseher) für die Schaffung neuer Finanzmärkte, so den »Neuen Markt« oder die Verbriefungsmärkte für Bündel aus Schuldtiteln. Der hysteretische Prozess der Regulierung und Deregulierung des Finanzsektors erreichte einen gefährlichen Tiefpunkt, aber niemand wollte angesichts der Erfolge der Marktwirtschaft und Globalisierung sowie der beeindruckenden Dynamik der Finanzmärkte als Spielverderber auftreten. Hinsichtlich der Staatsschuld schließlich vereinbarte man in Europa harte Begrenzungskriterien. Offenbar erkannte man in der exzessiven Verschuldung eine Gefahr für das entstehende Europäische Gemeinwesen und den Euro-Währungsraum.

Verstärktes staatliches Eingreifen

Das Platzen der Dotcom-Blase um das Jahr 2000 zerstörte einiges an Vertrauen in die Märkte. Gleichzeitig erwies sich die Begrenzung der Staatsschulden als bloße Fiktion, die manche Eurostaaten von Anfang an unterlaufen hatten und die von Regierungen anderer Euroländer, so auch Deutschlands, rasch der kurzfristigen politischen Opportunität geopfert wurde. Die Prozesshaftigkeit dieses Geschehens lässt Zweifel an den krisenbezogenen Kausalitäten der folgenden Ereignisse aufkommen: Mit der Finanzkrise ab 2007, der Staatsschuldenkrise ab 2010 und nun der Coronakrise verstärkte sich die Eingriffsintensität des Staates drastisch. Natürlich sind Krisen eine Zeit der Selbstermächtigung des Staates, und dies muss auch so sein, um Schaden abzuwenden. Aber in einem funktionierenden demokratischen System gelingt es dann auch, den Geist exzessiver staatlicher Machtausübung wieder in die Flasche zu bringen. Die europäischen Institutionen, allen voran die Europäische Zentralbank, haben jedoch die »Krise in Permanenz« ausgerufen.

Ob die Krisen Ursache oder nur Vehikel einer neuen staatlichen Politik sind, kann an dieser Stelle nicht geklärt werden. Aber staatliches Handeln braucht Legitimation, und die Krisen lieferten diese. Hinsichtlich der Staatsverschuldung kam dabei ein alter Spruch zu neuen Ehren: »We are all Keynesians now.« In der Not werden alle monetaristischen Prinzipien über Bord geworfen. Die Zweifel vieler Ökonomen an der Wirksamkeit der fiskal- und auch geldpolitischen Instrumente verblassen vor dem Imperativ, dass man doch etwas tun müsse. Soweit die daraus abgeleitete Politik sich personalisieren lässt, erwächst daraus der »Mythos des Retters«. Der Ausstrahlung einer solchen machtvollen Persönlichkeit scheinen sogar viele der vom Volk gewählten Parlamentarier zu erliegen.

Ausweitung der durch die Zentralbank finanzierten Staatsverschuldung

Staatsschulden werden aber nicht nur positiver bewertet. Auch die tradierten Begrifflichkeiten werden in Frage gestellt. So wurde im Kontext der Diskussion um die Grenzen des Mandats der Europäischen Zentralbank ernsthaft argumentiert, dass eine monetäre Staatsfinanzierung ja erst dann vorläge, wenn die Staaten ihre von der Zentralbank erworbenen Anleihen nicht mehr bedienten. Und aus dem Negativzins für die Anleihen einiger europäischer Staaten lassen sich Begründungen dafür schmieden, dass zusätzliche Staatsschulden gar keine echten Schulden seien, da sie die Finanzierungskosten des Staates verringerten. In der Kombination der Argumente eröffnet sich ein ungeahntes Potenzial für mehr Wohlstand und Wachstum durch eine immer weiter fortschreitende, auch monetär über die Zentralbank finanzierte Staatsverschuldung. Oder ist das Ganze nur eine große Blase?

Die beschriebene Pervertierung der Begrifflichkeit ist eine Irreführung: Selbstverständlich stellt die Europäische Zentralbank den Staaten, ob nun direkt oder indirekt, Finanzierungsmittel zur Verfügung, wenn sie ihre Anleihen aufkauft. Dabei erwirbt sie einen Kreditittel, also einen mit einem Ausfallrisiko behafteten Rückzahlungsanspruch. Dies gilt auch dann, wenn man berücksichtigt, dass sie über eine Ausweitung der monetären Staatsfinanzierung ein Kreditereignis in die Zukunft verschieben oder in eine allgemeine Geldentwertung umwandeln kann. Letztlich wirft sie, wie Banken so oft in ihrem Kreditgeschäft, dem schlechten Geld immer mehr gutes Geld hinterher. Manchmal geht das gut, aber seriös sind solche Wetten nicht.

Auch der Negativzins verringert nur den fiskalischen Preis der Verschuldung für das einzelne Land, aber ändert nicht grundlegend ihren Charakter. Auch solche Schulden müssen entweder zurückgezahlt oder bei Fälligkeit zu den dann geltenden Konditionen refinanziert werden. Und Anleger, die einem Land Geld leihen, werden diese prospektive Belastung berücksichtigen. Dabei darf nicht übersehen werden, dass die negativen Zinsen (im Unterschied zum insgesamt niedrigen Zinsniveau) letztlich doch der Intervention der Zentralbank geschuldet sind. Die Entlastung der Staaten geht insoweit, siehe oben, mit einer Verschiebung der Risiken auf die europäische Ebene einher. Diese ist groß und geduldig. Aber die Finanzmärkte machen keine Geschenke, und der Wegfall der disziplinierenden Wirkung der Finanzmärkte auf die einzelstaatliche Fiskalpolitik erzeugt neue Risiken, die das europäische Projekt in seiner Gesamtheit gefährden.

Ineffiziente Verwendung knapper Ressourcen

Neben diesen eher finanzwirtschaftlichen Überlegungen gibt es grundlegendere Argumente gegen eine weitere Ausweitung der Staatsverschuldung. Die unbegrenzte Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln ent-

wertet den Allokationsprozess des Kapitals an den Finanzmärkten und führt damit zu einer ineffizienten Verwendung knapper Ressourcen. Das ist genau das Gegenteil eines nachhaltigen Wirtschaftens. Und, dass diese nahezu unbegrenzten Finanzierungsmittel durch die Hände des Staates gehen, verschiebt das Machtgleichgewicht zwischen Staat und Markt, aber auch zwischen dem Staat und den Bürgern. Der Staat erhebt einen umfassenden Gestaltungsanspruch, der immer weniger mit der marktwirtschaftlichen Ordnung und den demokratischen Werten unseres Landes vereinbar ist. Und schließlich sind es eben doch zukünftige Generationen, die wir durch die hohen Zins- und Tilgungslasten ihrer finanzpolitischen Spielräume zur Bewältigung zukünftiger Aufgaben und Krisen berauben.

KRISENWÄHRUNGEN IN DER CORONAKRISE: STAATSGELD VERSUS WIRTSCHAFTLICHE FREIHEIT

Eigentlich ist genau dies schon geschehen. Die Länder der Europäischen Union konnten zwar in der guten konjunkturellen Lage bis 2019 die Schulden relativ zum Bruttoinlandsprodukt leicht zurückfahren. Aber man war insgesamt bei Beginn der Coronakrise noch weit vom Schuldenstand vor Beginn der globalen Finanzkrise (und von den einst selbst gesetzten Maximalwerten) entfernt, und die Diskrepanz zwischen Ländern mit hoher und niedriger Verschuldung ist eher größer geworden. Gerade die fiskalpolitisch schwächeren Staaten gingen also nicht gut gerüstet in die Coronakrise. Die fiktive »Krisenpermanenz« bewirkte, dass wir auf eine echte Krise nicht gut vorbereitet waren.

Die Coronakrise bringt für die betroffenen Staaten zunächst ein großes Volumen unabweisbarer Ausgaben und eine drastische Reduktion der staatlichen Einnahmen mit sich. Die Verschuldungsquote wird sich daher sprunghaft erhöhen. Über das konkrete Ausmaß der Erhöhung kann man gegenwärtig nur spekulieren. Es ist aber zu erwarten, dass die neuen Schuldenquoten die Werte aus den Hochzeiten der europäischen Staatsschuldenkrise deutlich übersteigen werden. Es wäre eine gefährliche Hybris, darin kein gravierendes Problem zu sehen.

Verlagerung der Schuldenfrage auf europäische Ebene

Ein Teil der Lösung scheint darin zu bestehen, die Schuldenfrage nun unmittelbar auf die europäische Ebene zu heben. Eine entsprechende Vereinbarung der Europäischen Staaten konnte nach kontroversen Verhandlungen getroffen werden und harret der Bestätigung durch das Europäische Parlament. Sie enthält zwei wesentliche Komponenten: Die Aufnahme gemeinsamer europäischer Schulden in Höhe von bis zu 750 Mrd. Euro und die Weitergabe dieser Mittel als Zuschüsse (390 Mrd. Euro) oder Darlehen (360 Mrd.

Euro) an die Mitgliedstaaten. Dabei ergeben sich Umverteilungen aus der Allokation der Mittel nach einem entsprechenden Kriterienkatalog und aus der Tatsache, dass die Darlehen zu einheitlichen Konditionen und nicht zu einem risikogerechten Zins an die Staaten weitergereicht werden. Damit zeigen die Mitglieder der Union ein erhebliches Maß an Solidarität. Das Problem der ausufernden Staatsverschuldung lösen sie nicht. Im Gegenteil: Man erschließt sich neue Verschuldungspotenziale und verringert die Transparenz der Verschuldungssituation in Europa. Letztere ist bereits durch die Verknüpfungen über die Bilanz der Europäischen Zentralbank und die fragwürdigen Target-II-Salden erheblich beeinträchtigt. Sowohl das erhöhte Volumen der Verschuldung als auch die fehlende Transparenz stellen erhebliche Risiken für die fernere Zukunft der Union dar.

GRÖßERE ANREIZEFFEKTE DURCH GRÖßERE DEREGULIERUNG

Wer die Staatsschuldenproblematik in ihrer Gänze leugnet, wird auch damit kein Problem haben. Geht man dagegen davon aus, dass eine überhöhte Verschuldung der Staaten Kosten und Risiken erzeugt, stellt sich die Frage nach Alternativen oder, in ökonomischen Diktion, nach denkbaren Instrumenten mit einem besseren Verhältnis von Grenzkosten zu Grenzerträgen. Dabei sind die unmittelbaren Zahlungen bzw. Stundungen und Einnahmeverzichte des Staates zur Erhaltung ökonomischer Strukturen und Institutionen wohl nicht ersetzbar. Anders verhält es sich mit den Anreizen zu wirtschaftlichen Belebung nach der Krise. Hier setzt die europäische Zentralbank unverändert auf geldpolitische Anreize, während die Europäische Union und viele Staaten möglichst große und entsprechend teure Konjunkturprogramme anstreben. Würde man dagegen Unternehmer und Unternehmensleitungen dazu befragen, ergäbe sich ein gänzlich anderes Bild: Die Wirkungen eines noch niedrigeren Marktzinses oder zusätzlicher staatlicher Subventionen verblassen vollkommen gegenüber den Erleichterungen und positiven Anreizeffekten einer maßvolleren Regulierungspolitik des Staates.

Dabei ist die Liste der für eine Deregulierung in Frage kommenden Politikfelder lang, und es würde sowohl den Rahmen dieses Textes als auch der Kompetenzen des Verfassers sprengen, auf jedes dieser Felder eingehen zu wollen. In jedem dieser Bereiche wird versucht, ein relevantes und bedeutsames Problem mit einem möglichst hohen Grad an Perfektion zu lösen. Dahinter steht die verantwortungsethische Vorstellung, dass jeder für die Auswirkungen seines Handelns in einem sich immer mehr erweiternden, letztlich global gedachten Regress haften sollte. Dabei wird übersehen, dass in einer Welt begrenzter Ressourcen eine über das sinnvolle Maß hinausgetriebene Perfektion zum Feind des Guten wird. Nachhaltiges Handeln beinhaltet eben auch, dass man in der Ver-

folgung von an sich sinnvollen Zielen das Verhältnis von Kosten und Wirkung im Blick behält. Im Grundsatz werden solche Erwägungen bei neuen Gesetzen auch vorgenommen. Aber Behörden neigen dazu, die verursachten Bürokratiekosten grob zu unterschätzen – wie sich jüngst am Beispiel der temporären Senkung der Mehrwertsteuer anschaulich belegen ließ. Und am Ende kommt es auch nicht auf die Kosten der einzelnen Maßnahmen an, sondern auf die Gesamtwirkung.

Eine überzogene Regulierung reduziert aber auch unmittelbar die Flexibilität im Umgang mit Krisen. Eine wesentliche Leistung der europäischen Institutionen und nationalen Bankaufsichtsbehörden zur Bewältigung der aktuellen Krisensituation war es, bankaufsichtliche Vorgaben rasch zu lockern und anstehende Verschärfungen zu verschieben. Ähnliches ist wohl auch in zahlreichen anderen Kontexten erfolgt und war richtig und notwendig. Aber es entlarvt auch einen nicht unerheblichen Teil unserer staatlichen Vorgaben als Schönwetter-Regulierung: Wenn es hart auf hart geht, kann man nach solchen Prinzipien nicht handeln.

Damit stellt sich die Frage, ob es dieser in der Krise verzichtbaren Regulierungen überhaupt bedarf? Denn einerseits geht es ja offenbar auch ohne sie,

und andererseits erhöhen sie die Starrheit unseres Wirtschaftssystems und damit das Risiko, dass man auf zukünftige, vielleicht weniger offensichtliche Krisen nicht mit der ausreichenden Flexibilität reagieren kann. Auch dies übrigens eine Erkenntnis, die sich am Beispiel der Bankenaufsicht veranschaulichen lässt: Ein zu viel an Regulierung verringert nicht nur die Effizienz des Bankensystems, sondern erhöht auch das systemische Risiko und damit die Krisenanfälligkeit des Systems. Insoweit berühren sich die beiden Extreme des hysteretischen Regulierungs- und Deregulierungsprozesses.

Es gibt also viele Gründe, die für eine Überprüfung der Intensität staatlicher Eingriffe in die Wirtschaft und eine Kurskorrektur sprechen. Mit der Coronakrise kommt ein gewichtiger hinzu: Wenn wir den Staat in der Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Krise nicht hoffnungslos überlasten und überschulden wollen, brauchen wir eine alternative Krisenwährung. Ein Mehr an wirtschaftlicher Freiheit erfüllt diese Funktion in doppelter Hinsicht: Im Idealfall reduziert man die Ausgaben der staatlichen Bürokratie. Vor allem aber ist es der effizienteste Weg, um positive Anreize für eine wirtschaftliche Erholung nach der Krise zu setzen.

Ulrike Neyer

Die Rolle des Eurosystems als Lender of Last Resort in der Coronakrise

Die Coronavirus-Pandemie und die von den Regierungen zu ihrer Eindämmung ergriffenen Maßnahmen haben die Wirtschaft im Eurowährungsgebiet in eine tiefe Rezession gestürzt. Die dramatischen Einkommens- und Arbeitsplatzverluste sind das Ergebnis eines kombinierten negativen Angebots- und Nachfrageschocks, der die Wirtschaftspolitik vor immense Herausforderungen stellt. Welchen Beitrag kann die Geldpolitik, also die EZB¹, zur Bewältigung der Krise leisten? Grundsätzlich kann sie versuchen, zumindest in der Erholungsphase, durch die Schaffung von günstigen Finanzierungsbedingungen

für Haushalte und Unternehmen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stabilisieren. Weiterhin kann sie als Lender of Last Resort (LoLR), als Kreditgeber letzter Instanz, für Banken und auf Staatsanleihemärkten agieren. Um diese LoLR-Funktion geht es in diesem Beitrag.

LOLR FÜR BANKEN

Die Idee, dass eine Zentralbank als LoLR agieren soll, geht u. a. auf Bagehot (1873) zurück. Demnach soll eine Zentralbank in einer Liquiditätskrise illiquiden, aber an sich solventen Banken Kredite zur Verfügung stellen. In der neueren Literatur wird die Rolle der Zentralbank als LoLR dahingehend definiert, dass sie Banken Liquidität zur Verfügung stellt, wenn ein Schock zu einem »abnormal« (Freixas et al. 2002, S. 28) starken Anstieg der Liquiditätsnachfrage führt, die nicht aus alternativen Quellen gedeckt werden kann.²

Der Grund für die notwendige Existenz eines LoLR für Banken wird in der Vermeidung von Wohlfahrtsverlusten gesehen. Sie treten auf, wenn (i) ein Schock dazu führt, dass solvente Banken illiquide werden und nur in Folge dieser Illiquidität insolvent werden. Der Grund hierfür wird in dem Problem asymmetrisch verteilter Informationen gesehen, die einen Bank Run



Prof. Dr. Ulrike Neyer

hat die Professur Volkswirtschaftslehre, insbesondere Monetäre Ökonomik, an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf inne.

¹ EZB und Eurosystem werden in diesem Beitrag der Einfachheit halber synonym verwendet.

² Siehe z.B. Freixas et al (2002). Auf diese Arbeit beziehen sich auch die folgenden Ausführungen. Ein Überblick und Diskussionen verschiedener Aspekte zur LoLR-Thematik finden sich in Bank for International Settlements (2014).

auslösen können (vgl. Diamond und Dybvig 1983). Kunden, die Einlagen bei einer Bank unterhalten, können nicht erkennen, ob auch ihre Bank negativ von dem Schock betroffen ist und wollen vorsichtshalber ihre Guthaben abziehen. Banken betreiben jedoch Fristentransformation. Den kurzfristig abziehbaren Einlagen auf der Passivseite ihrer Bilanz stehen damit nicht nur liquide Mittel, sondern auch langfristig gebundene Mittel (Kredite an Haushalte und Unternehmen, Wertpapiere) auf der Aktivseite gegenüber. Die vorhandenen liquiden Mittel reichen nicht aus, um die schockinduzierten, und damit unerwartet hohen Einlagenabzüge zur Gänze zu bewältigen, und die Beschaffung weiterer liquider Mittel durch den Verkauf ihrer übrigen Aktiva (Kredite und Wertpapiere) ist gar nicht oder nicht im ausreichenden Umfang möglich, da die erzielbaren Preise sehr niedrig sind (»Notverkaufspreise«). Kann die Bank auch über eine Kreditaufnahme, z.B. am Interbankenmarkt, keine zusätzlichen liquiden Mittel erhalten, wird sie insolvent. Sind die Aktiva der Bank an sich werthaltig, d.h., sind die Kredite nicht ausfallgefährdet und erzielen die Wertpapiere nur aufgrund der Notverkäufe einen so niedrigen Preis, kommt es zur Insolvenz einer wirtschaftlich gesunden Bank. Hat die Bank die Möglichkeit, über die Kreditaufnahme bei der Zentralbank liquide Mittel zu erhalten, agiert die Zentralbank für diese Bank als LoLR. Der Zusammenbruch einer an sich solventen Bank wird vermieden.

Banken haben insbesondere aufgrund des (bargeldlosen) Zahlungsverkehrs ihrer Kunden einen im Zeitablauf schwankenden Liquiditätsbedarf, den sie über den Interbankenmarkt ausgleichen können. Asymmetrische Informationen über die Stärke der Betroffenheit einzelner Banken von einem Schock können dazu führen, dass der Liquiditätsausgleich über den Interbankenmarkt nicht mehr funktioniert: Banken mit einem Liquiditätsüberschuss sind nicht bereit, Banken mit einem Liquiditätsdefizit ihre Liquidität über einen Kredit zur Verfügung zu stellen. Sie können die Kreditwürdigkeit nicht einschätzen oder wollen vorsichtshalber selbst mehr Liquidität halten. Auch in diesem Fall kann es dazu kommen, dass an sich solvente Banken illiquide und in Folge dessen insolvent werden. Auch hier kann die Zentralbank als LoLR agieren, die entsprechende Liquidität zur Verfügung stellen und damit den Zusammenbruch einer illiquiden, aber an sich gesunden Bank verhindern.

Wohlfahrtsverluste treten auch auf, wenn (ii) ein Schock dazu führt, dass es zu einer Systemkrise kommt, indem ein Großteil des Bankensektors zusammenbricht, so dass er seine Hauptfunktionen (Allokation finanzieller Mittel und Risiken, Abwicklung des Zahlungsverkehrs) gar nicht mehr oder nur massiv eingeschränkt ausüben kann. Auch wenn dieser Schock zunächst nur eine einzelne Bank betrifft, kann es aufgrund der starken Vernetzung der Banken zu Ansteckungseffekten und damit trotzdem zu einer Systemkrise kommen. Auch in diesem Fall kann die

Zentralbank Liquidität zur Verfügung stellen und als LoLR für an sich solvente Banken agieren.

Die Kosten einer Systemkrise sind prohibitiv hoch. Zur Vermeidung einer Systemkrise kann es deshalb sinnvoll sein, auch Banken zu retten, die bereits insolvent sind. Diese Aufgabe kann jedoch nicht von einer unabhängigen Zentralbank wahrgenommen werden, da diese Entscheidung mit Verteilungseffekten verbunden ist, Steuergelder eingesetzt werden. Damit bedürfen diese Hilfen der demokratischen Legitimation, und die entsprechenden Entscheidungen sind folglich im Rahmen der Fiskalpolitik von Parlamenten und Regierungen zu treffen (vgl. z.B. Neyer 2019).

LOLR AUF STAATSANLEIHEMÄRKTEN

Insbesondere seit der von 2010 bis 2012 andauernden Staatsschuldenkrise im Euroraum wird über eine mögliche Rolle der EZB als LoLR auch für Staaten diskutiert.³ Der Hintergrund ist, dass sich nationale Regierungen in einer Währungsunion in einer Währung verschulden müssen, die sie selbst nicht schaffen können. Es kann damit, ähnlich wie im Bankensektor, zu einer Liquiditätskrise in dem Markt für Staatsanleihen eines bestimmten Landes kommen, die in einer Solvenzkrise des betroffenen Landes münden kann. Werden Staatsanleiheinvestoren gewahr, dass ein Land in einer Währungsunion überschuldet ist, wie 2010 z.B. Griechenland, beginnen sie vorsichtshalber auch die Staatsanleihen anderer Länder zu verkaufen, von Ländern, die zwar relativ hoch verschuldet sind und wirtschaftliche Probleme haben (wie 2010 z.B. Italien und Spanien), aber keine akuten Solvenzprobleme aufweisen. Die Erlöse werden dann in Staatsanleihen von Ländern, wie z.B. Deutschland, investiert, die als sog. »safe havens« betrachtet werden. Dem Markt für italienische und spanische Staatsanleihen wird somit Liquidität entzogen, so dass diese Länder bestehende Schulden nur zu einem höheren Zins revolvieren können, obwohl sich die Fundamentaldaten nicht geändert haben. Dieses wiederum verschlechtert die Schuldensituation dieser Länder weiter. Das Misstrauen in die Staatshaushalte dieser Länder und damit die Verkäufe der Staatsanleihen dieser Länder nehmen weiter zu, die Zinsbelastung steigt weiter. Es kann damit zu Solvenzproblemen in diesen Ländern kommen, sie haben sich angesteckt. Im Extremfall kann ein ungeordnetes, mit extrem hohen Kosten verbundenes Auseinanderbrechen der Währungsunion die Folge sein. Tritt die Zentralbank in den Staatsanleihemärkten der betroffenen Länder als Käufer auf, stellt Liquidität zur Verfügung, agiert sie als LoLR in diesen Märkten und kann damit die Gefahr problematischer Ansteckungseffekte reduzieren.

Zur Vermeidung einer Systemkrise in Form eines ungeordneten Auseinanderbrechens einer Währungs-

³ Siehe z.B. Buitert und Rahbari (2012), de Grauwe (2013) sowie Illing und König (2014). Die folgenden Ausführungen beziehen sich im Wesentlichen auf de Grauwe (2013).

union kann es sinnvoll sein, Staaten mit Solvenzproblemen finanzielle Hilfen zu gewähren. Analog zur Rettung insolventer Banken kann diese Entscheidung jedoch nicht von einer unabhängigen Zentralbank getroffen werden, sondern muss durch demokratisch gewählte Parlamente und Regierungen erfolgen.

KOSTEN DES LOLR

Bagehot (1873) folgend, soll eine Zentralbank nur bei *Liquiditätsproblemen* als LoLR agieren. Häufig ist es jedoch auch für eine Zentralbank nicht eindeutig zu erkennen, insbesondere in einer Krisensituation, in der schnell gehandelt werden muss, ob Banken bereits insolvent oder »nur« illiquide sind, ob Zinsanstiege auf Staatsanleihen fundamental gerechtfertigt sind oder auf »abnormal« hohe Liquiditätsabzüge aus dem entsprechenden Anleihemarkt zurückzuführen sind. Mithin besteht die Gefahr, dass die Zentralbank auch an sich insolvente Banken unterstützt bzw. durch ihre Staatsanleihekäufe fundamental gerechtfertigte Renditeabstände zu anderen Staatsanleihen reduziert. Diese Gefahr kann durch entsprechende Institutionen (Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen für Banken, Regeln für die nationalen Staatshaushalte), die die Gefahr, dass die Zentralbank überhaupt als LoLR agieren muss, zumindest reduziert werden.

Agiert die Zentralbank als LoLR, besteht auch die Gefahr, dass die Zentralbank an Glaubwürdigkeit in der Bevölkerung einbüßt. Agiert sie wirklich als LoLR in einer Liquiditätskrise, oder rettet sie Banken, indem sie ihnen Kapital und eben nicht »nur« Liquidität zur Verfügung stellt? Kauft sie Staatsanleihen von Ländern, um fundamental nicht gerechtfertigte Renditeabstände zu reduzieren oder doch um aktiv deren Staatshaushalt zu entlasten? Die Zentralbank kann diesem potenziell möglichen Glaubwürdigkeitsverlust durch eine entsprechende Kommunikation entgegenreten, indem sie eine vorgenommene LoLR-Maßnahme transparent und nachvollziehbar erläutert. Auch ein Mandat, das der Zentralbank eindeutig eine LoLR-Funktion zuweist, kann zur Glaubwürdigkeit einer als LoLR agierenden Zentralbank beitragen.

Ein eindeutiges LoLR-Mandat kann ein mögliches Moral-Hazard-Problem verstärken. Können sich Banken bzw. Staaten darauf verlassen, es ist dann ja gesetzlich festgelegt, dass im Fall von Liquiditätsproblemen die Zentralbank unterstützend eingreift, können sie sich weniger sorgsam um ihr Liquiditätsmanagement bzw. ihre Haushaltspolitik kümmern. Vor dem Hintergrund des Moral-Hazard-Problems wird mithin argumentiert, dass über LoLR-Maßnahmen diskretionär entschieden werden soll, man das Mittel der »konstruktiven Ambiguität« einsetzen kann (vgl. Freixas et al. 2002, S. 28, 40). Auch das Moral-Hazard-Problem wird jedoch durch die bereits oben erwähnten Liquiditätsanforderungen für

Banken und Regeln für die nationalen Staatshaushalte reduziert.

DIE EZB ALS LOLR IN DER CORONAKRISE

Beginnend am 12. März 2020, hat die EZB mehrfach mit geldpolitischen Beschlüssen auf die Coronavirus-Pandemie reagiert. Diese können wie folgt zusammengefasst werden:⁴ (1) Bestehende Kreditaufnahmemöglichkeiten für Banken bei der EZB wurden insbesondere durch weitere Zinssenkungen noch attraktiver gestaltet. (2) Die Nettoankäufe von Anleihen des privaten und öffentlichen Sektors im Rahmen des »Asset Purchase Programme« (APP) der EZB wurden ausgeweitet. (3) Mit den »Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations« (PELTROs) wurden zusätzliche Kreditaufnahmemöglichkeiten für Banken bei der EZB geschaffen. (4) Im März 2020 wurde das »Pandemic Emergency Purchase Programme« (PEPP) aufgelegt. Das Programm, das zunächst bis zum Ende des Jahres 2020 befristet wurde, hatte zunächst ein Volumen von 750 Mrd. Euro. Es können alle Wertpapiere gekauft werden, die auch im Rahmen des APP erworben werden können. Ein entscheidender Unterschied zum APP ist jedoch, dass das Ankaufvolumen der Staatsanleihen einzelner Länder flexibel gestaltet werden kann, sich nicht mehr strikt an dem Schlüssel der Kapitalanteile der entsprechenden einzelnen nationalen Notenbanken an der EZB orientieren muss. Im Juni 2020 wurde das PEPP um 600 Mrd. Euro aufgestockt und die Befristung auf Juni 2021 verlängert.

Die unter den ersten beiden Punkten aufgeführten geldpolitischen Maßnahmen sollen dazu beitragen, die Finanzierungsbedingungen für Haushalte und Unternehmen attraktiver zu gestalten, um somit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die Preise im Eurogebiet zu stabilisieren. Die unter den letzten beiden Punkten aufgeführten Maßnahmen können jedoch grundsätzlich (auch) als Maßnahmen im Rahmen der LoLR-Funktion der EZB verstanden werden. So sollen die PELTROs die »Liquiditätsbedingungen im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets ... unterstützen und dazu beizutragen, das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte aufrechtzuerhalten, indem eine wirksame Absicherung gegen Liquiditätsengpässe bereitgestellt wird« (EZB 2020). Mit dem PEPP verfolgt die EZB ein doppeltes Ziel (vgl. Schnabel 2020b). Erstens soll es, wie das APP, die Finanzierungsbedingungen im Euroraum noch attraktiver gestalten, um die Preise im Euroraum zu stabilisieren. Zweitens soll es die Fragmentierung der Staatsanleihemärkte, die sich in signifikanten Abständen der Staatsanleiherenditen ausdrückt, reduzieren. In der Coronakrise sind die Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen einzelner Länder stark gestiegen

⁴ Eine ausführlichere Beschreibung der einzelnen Beschlüsse findet sich auf der Homepage der EZB unter <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/html/index.en.html>.

(vgl. z.B. Schnabel 2020a, Folie 2). Dieser Anstieg ist zu dem Anteil *fundamental begründet*, zu dem er widerspiegelt, dass sich die Situation der öffentlichen Haushalte in den einzelnen Ländern unterschiedlich entwickelt hat. So hat sich die Lage des italienischen Staatshaushalts relativ zum deutschen verschlechtert, da Italien stärker von der Pandemie betroffen ist, damit mit höheren Kosten der Pandemiebekämpfung konfrontiert ist, bei gleichzeitig geringerem fiskalischen Spielraum als Folge der ohnehin hohen Staatsverschuldung. Die Unsicherheit über Ausmaß und Dauer der Pandemie, und damit der tatsächlich anfallenden Kosten, sind hoch. Führt dieses dazu, dass Investoren »vorsichtshalber« italienische Anleihen verkaufen und stattdessen in Anleihen von Ländern investieren, die als sog. »safe havens« betrachtet werden, wie z.B. Deutschland, wird dem italienischen Staatsanleihemarkt Liquidität entzogen, dem deutschen zugeführt. Die Renditeabstände steigen über das fundamental gerechtfertigte Niveau hinaus. Die Fragmentierung der Staatsanleihemärkte erschwert die gleichmäßige Transmission geldpolitischer Impulse über den gesamten Euroraum. Deshalb will die EZB Staatsanleihekäufe im Rahmen des PEPP flexibel gestalten. Von Ländern, deren Staatsanleiherenditen relativ stark steigen, sollen in Abweichung vom Kapitalschlüssel mehr Anleihen gekauft werden, um eine Angleichung der Staatsanleiherenditen im Euroraum zu erreichen.

Bei der Coronavirus-Pandemie und den ergriffenen Maßnahmen zu ihrer Eindämmung handelt es sich um einen Schock, der auch den Bankensektor trifft, dort zu Liquiditäts- und in Folge dessen zu Insolvenzproblemen führen kann. Unter diesem Aspekt sind die PELTROs positiv zu bewerten, die Zentralbank agiert als LoLR für den Bankensektor und reduziert damit die Gefahr, dass die Krise von dem realen Sektor auf den Finanzsektor überspringt.

Der CISS Indicator (Composite Indicator for Systemic Stress) aggregiert Stresssymptome über Geld-, Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkte. Weist der Indikator einen Wert von 0 auf, ist kein Stress vorhanden, zeigt er einen Wert von 1 an, ist das Stressniveau hoch. Dieser Indikator ist vom 24. Februar 2020 bis zum 17. März 2020 kontinuierlich von 0,03 auf 0,67 gestiegen (Daten: EZB). Mit der Ankündigung des PEPP am 18. März konnte der Anstieg gestoppt werden, im weiteren Zeitablauf ist der Indikator kontinuierlich gesunken. Auch die Renditeabstände auf den Staatsanleihemärkten sind gesunken (vgl. z.B. Schnabel 2020a, Folie 2). Beides kann ein Hinweis darauf sein, dass die EZB mit dem im März 2020 aufgelegten PEPP erfolgreich als LoLR in den Staatsanleihemärkten agiert hat, indem sie, wie oben beschrieben, fundamental nicht gerechtfertigte Renditeabstände zwischen Staatsanleihen reduziert hat.

Kritisch zu hinterfragen ist jedoch, inwiefern die »flexiblen Anleihekäufe« auch die Renditeabstände reduziert, die fundamental gerechtfertigt sind. Damit

würde die EZB einzelne Staatshaushalte subventionieren und somit ihr Mandat überschreiten. Mit dem PEPP verfolgt die EZB zwei Ziele, die Stabilisierung der Preise und die Reduktion der Fragmentierung der Staatsanleihemärkte. Bezüglich des ersteren orientiert sie sich beim Anleihekauf am Kapitalschlüssel, bezüglich des letzteren führt sie die Käufe flexibel durch (vgl. Schnabel 2020b). Es ist zu überlegen, ob die Transparenz und damit die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht erhöht wird, wenn der Einsatz des PEPP auf das Ziel der Reduktion der Fragmentierung der Staatsanleihemärkte beschränkt wird und zur Stabilisierung der Preise das APP eingesetzt wird (ein Instrument, ein Ziel).

Die Fragmentierung von Staatsanleihemärkten kann für eine gleichmäßige geldpolitische Transmission ein Problem sein, auch wenn sie fundamental gerechtfertigt ist. Dieses Problem kann jedoch nicht die Geldpolitik lösen. Eine Lösungsmöglichkeit wäre ein sicheres europäisches Wertpapier einzuführen, eine Art »Eurobond«, der jedoch so ausgestaltet sein muss, dass negative Anreizwirkungen für die Verschuldung der einzelnen Länder minimiert werden.

FAZIT

Die EZB hat im Zuge der Coronakrise sowohl dem Bankensektor als auch den Staatsanleihemärkten massiv zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt, um Liquiditätsengpässe abzusichern. Sie hat folglich als LoLR sowohl für Banken als auch auf Staatsanleihemärkte agiert. Sie hat damit die Gefahr, dass die Krise des realen Sektors auf den Finanzsektor überspringt reduziert und die Verstärkung von Haushaltsproblemen bestimmter Länder abgewendet. In Bezug auf die Rolle der EZB als LoLR auf Staatsanleihemärkte ist jedoch kritisch zu hinterfragen, ob sie »nur« die fundamental nicht gerechtfertigten Renditeabstände reduziert hat oder darüber hinaus gegangen ist, was problematisch wäre.

LITERATUR

- Bagehot, W. (1873), *Lombardstreet – The Description of the Money Market*, Henry S. King & Co, London.
- Bank for International Settlements (2014), »Re Re-Thinking the Lender of Last Resort«, BIS Papers, Nr. 79.
- Buiter, W. H. und E. Rahbari (2012), »The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area«, CEPR Discussion Paper Nr. 8974.
- Diamond, D. W. und P. H. Dybvig (1983), »Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity«, *Journal of Political Economy* 91, Juni, 401–419.
- EZB (2020), »Geldpolitische Beschlüsse«, Pressemitteilung, 30. April, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200430-1eaa128265.de.html>.
- Freixas, X., C. Giannini, G. Hoggarth und F. Soussa (2002), »Lender of Last resort: A Review of the Literature«, in: C. Goodhart und G. Illing (Hrsg.), *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort, a Reader*, Oxford University Press, Oxford, 27–53.
- Grauwe de, P. (2013), »The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets«, *CESifo Economic Studies* 59(3), 520–535.
- Illing, G. und P. König (2014), »Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort«, *DIW Wochenbericht* 81(24), 541–555.

Neyer, U. (2019), »The Independence of the European Central Bank«, *Credit and Capital Markets* 52(1), 35–68.

Schnabel, I. (2020a), »The ECB's Response to the COVID-19 Pandemic«, Rede auf dem 24-Hour Global Webinar The COVID-19 Crisis and Its Aftermath: Corporate Governance Implications and Policy Challenges am 16. April 2020, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200416~4d6bd9b9c0.en.html>.

Schnabel, I. (2020b), »The ECB's Policy in the COVID-19 Crisis – a Medium-Term Perspective«, Rede auf einem Online-Seminar der Florence School of Banking & Finance am 10. Juni 2020, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/html/index.en.html>.

Clemens Fuest

Wie bringt man hohe Staatsschulden unter Kontrolle?*

Die Corona-Pandemie und der darauffolgende Lockdown führen weltweit zu einer tiefen Wirtschaftskrise: Staaten und Notenbanken

reagieren auf die Coronakrise, indem sie viel Geld bereitstellen, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Da die Steuereinnahmen einbrechen, müssen die Hilfen für die Wirtschaft durch stark steigende Staatsschulden finanziert werden. Gleichzeitig öffnen die Notenbanken ihre Geldschleusen. Unter anderem kaufen sie in großem Umfang Staatsanleihen. Im Ergebnis finanzieren die Staaten ihre Konjunkturpakete zu einem erheblichen Anteil durch das Drucken von Geld, wobei die finanziellen Voraussetzungen, um mit den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie umzugehen, in den europäischen Staaten sehr unterschiedlich sind. Wo liegen die Grenzen der Staatsverschuldung? Wird es möglich sein, die öffentliche Verschuldung nach der Krise auf ein vernünftiges Niveau zu senken?

bei die finanziellen Voraussetzungen, um mit den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie umzugehen, in den europäischen Staaten sehr unterschiedlich sind. Wo liegen die Grenzen der Staatsverschuldung? Wird es möglich sein, die öffentliche Verschuldung nach der Krise auf ein vernünftiges Niveau zu senken?

* Der Beitrag beruht auf Auszügen des Kapitels 8 aus dem Buch *Wie wir unsere Wirtschaft retten – der Weg aus der Coronakrise*, das am 15. Juli im Aufbau Verlag erschienen ist.

BESCHRÄNKTE FINANZPOLITISCHE SPIELRÄUME

Bei einem so tiefen und plötzlichen wirtschaftlichen Einbruch, wie ihn die Coronakrise bringt, sollte die Politik alle Möglichkeiten nutzen, die Wirtschaft zu stabilisieren. Dazu gehören die Instrumente der Geld- und der Fiskalpolitik. Die Geldpolitik kann nur begrenzt zur Stabilisierung beitragen, weil so gut wie keine Spielräume für Zinssenkungen bestehen. Im März 2020, als die Coronakrise ausbricht, liegt der Zins der Europäischen Zentralbank bereits bei 0%. Somit fällt der Fiskalpolitik, und damit den Mitgliedstaaten der Eurozone, die Hauptlast der Stabilisierung zu. Allerdings sind die Ausgangsbedingungen auch hier schwierig. In vielen Ländern ist die Staatsverschuldung im Jahr 2020 deutlich höher als vor der letzten Krise.

Abbildung 1 vergleicht die Staatsschuldenquoten ausgewählter Länder der Eurozone in den Jahren 2008 und 2019. In Frankreich, Italien, Spanien und Portugal ist die öffentliche Verschuldung heute deutlich höher als vor der globalen Finanzkrise. Im Jahr 2008 betrug sie im Durchschnitt dieser vier Länder 70%, 2019 lag dieser Durchschnitt bei 117%. Nur in Deutschland und den Niederlanden ist es gelungen, die Schuldenquoten leicht unter das Niveau des Jahres 2008 zu senken.

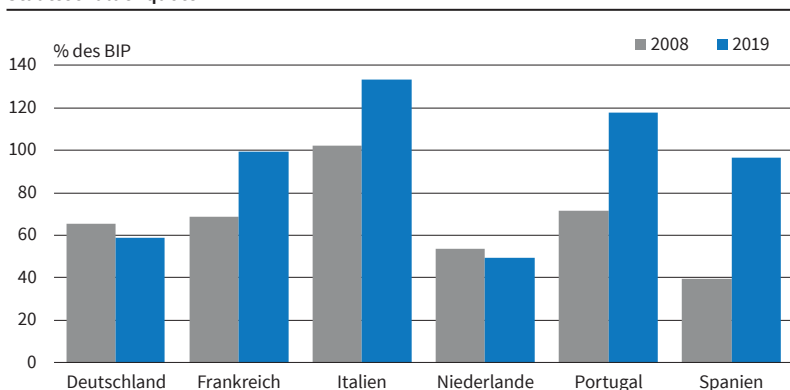
Bei der laufenden Neuverschuldung ist das Bild differenzierter, wie Abbildung 2 zeigt. Deutschland und die Niederlande gehen mit deutlichen Budgetüberschüssen in die Coronakrise. Vor der globalen Finanzkrise waren ihre Staatshaushalte ungefähr ausgeglichen. Die Neuverschuldung Portugals liegt 2019 nahe null. Damit ist die Ausgangssituation deutlich besser als 2008. Auch Spaniens Budgetdefizit ist 2019 niedriger als 2008. Allerdings war es 2008 sehr hoch, weil die spanische Wirtschaft bereits vom Platzen der Immobilienblase beeinträchtigt war. In Spanien ist das aktuelle Defizit im Staatshaushalt ungefähr so hoch wie in Frankreich und Italien, die mit ähnlicher Neuverschuldung wie 2008 in die Krise gehen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Spielräume der Fiskalpolitik groß genug sind, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Vor allem im Fall Italiens erscheint das fraglich.

Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest

ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Abb. 1
Staatsschuldenquoten



Quelle: IWF World Economic Outlook.

© ifo Institut

DER ITALIENISCHE PATIENT: CHRONISCHE WACHSTUMSSCHWÄCHE

Der Fokus der europäischen Debatte über die wirtschaftliche Lage Italiens liegt in der Corona- ebenso wie in der Eurokrise auf der Staatsverschuldung, den Risikozuschlägen auf die zugehörigen Zinsen und den Folgen sinkender Kurse italienischer Staatsanleihen für die italienischen Banken, die einen großen Anteil dieser Staatsanleihen halten. Gelegentlich entsteht in dieser Debatte der Eindruck, Italien sei durch eine leichtfertige Verschuldungspolitik in finanzielle Bedrängnis geraten. Tatsächlich sind die Staatsschulden des Landes eher ein Symptom der ökonomischen Schwierigkeiten als deren Ursache. Wo die wirklichen Probleme liegen, wird deutlich, wenn man die Entwicklung des Wirtschaftswachstums in Italien in den vergangenen vier Jahrzehnten betrachtet.

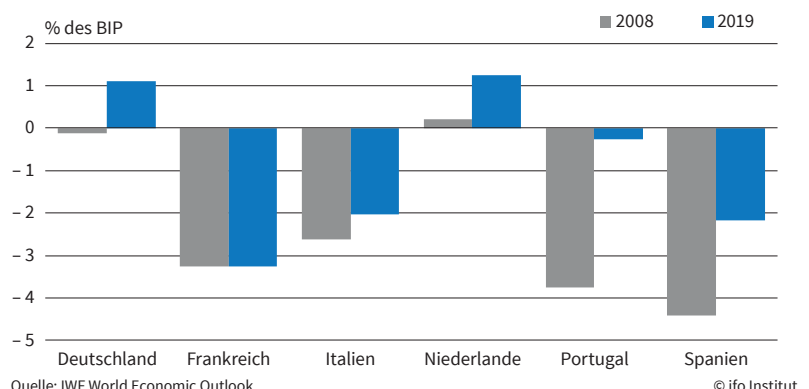
Abbildung 3 vergleicht die Entwicklung des Wirtschaftswachstums in Frankreich, Deutschland, Italien und dem Vereinigten Königreich seit 1980. Bis zur Mitte der 1990er Jahre verlief die Wirtschaftsentwicklung in diesen vier Ländern ähnlich. Danach hat sich das grundlegend geändert. In Deutschland ließ die Wachstumsdynamik zwischenzeitlich nach. Das Land musste die Lasten der Wiedervereinigung tragen. Zudem wurde Deutschland mit einer überbewerteten Währung in die europäische Währungsunion aufgenommen. In Italien ging das Wachstum noch etwas stärker zurück. Bis etwa 2005 folgte die italienische Wirtschaftsleistung ungefähr der Deutschlands. Vom Einbruch während der globalen Finanzkrise erholte sich Italien aber nicht mehr. Während die anderen hier betrachteten Länder in den letzten zehn Jahren wieder wuchsen, stagnierte die italienische Wirtschaft.

Über die Gründe für diese chronische Wachstumsschwäche wird seit langer Zeit diskutiert. Viele Faktoren werden hierfür angeführt. Häufig werden Bildungsreformen der 1970er und 1980er Jahre als Ursache für mangelnde Produktivität genannt. Die Auswanderung von Talenten belastet das Wachstum ebenfalls. Die Justiz arbeitet so langsam, dass Verträge oft nicht durchsetzbar sind. Der Eintritt Chinas in die Weltmärkte seit den 1990er Jahren hat italienische Produkte mehr als die anderer Volkswirtschaften unter Konkurrenzdruck gesetzt. Ineffiziente Entscheidungsprozesse in Familienunternehmen werden dafür verantwortlich gemacht, dass viele es nicht geschafft haben, erfolgreich auf den Strukturwandel zu reagieren. Arbeitsmarktregulierungen erschweren das Wachstum von Unternehmen über eine gewisse Größe hinaus.

Manche machen den Eintritt in die Eurozone verantwortlich. Er hindere Italien daran, seine Währung regelmäßig abzuwerten, wie es vorher üblich war. Wieder andere verweisen auf mangelnde wirtschaftspolitische Reformen während der Regierungszeit von Silvio Berlusconi. Die Fiskalpolitik nach der

Abb. 2

Staatliche Budgetsalden



Eurokrise, vor allem die durch den Druck der Finanzmärkte erzwungene schnelle Rückkehr zu restriktiver Finanzpolitik und die Vernachlässigung der öffentlichen Investitionen, hat die wirtschaftliche Erholung erschwert. Kurz vor der Coronakrise hat der Konflikt zwischen der Koalitionsregierung aus 5 Sterne und Lega Nord und der Europäischen Kommission über die Schuldenpolitik Italiens Investoren und Konsumenten verunsichert und die Konjunkturerholung belastet. Vermutlich haben all diese Faktoren zur Wachstumsmisere Italiens beigetragen. Es handelt sich um eine Mischung aus unglücklichen Umständen und Versäumnissen von Entscheidungsträgern in Politik und Wirtschaft.

WACHSTUM TROTZ HOHER STAATSSCHULDEN: EIN VERGLEICH ZWISCHEN BELGIEN UND ITALIEN

Das schwache Wirtschaftswachstum ist der wichtigste Grund dafür, dass es Italien nicht gelingt, seine Staatsverschuldung nachhaltig zu senken. Aber kann ein hoch verschuldetes Land wachsen, ohne seine Schulden noch weiter auszudehnen? Dass es möglich ist, Wachstum und die Senkung der Staatsschuldenquote zu verbinden, zeigt die Entwicklung Belgiens in den letzten Jahrzehnten. Belgien hatte im Jahr 1995 eine Schuldenquote in Höhe von 132%, deutlich höher

Abb. 3

Entwicklung der Wirtschaftsleistung 1980–2019 BIP in konstanten Preisen

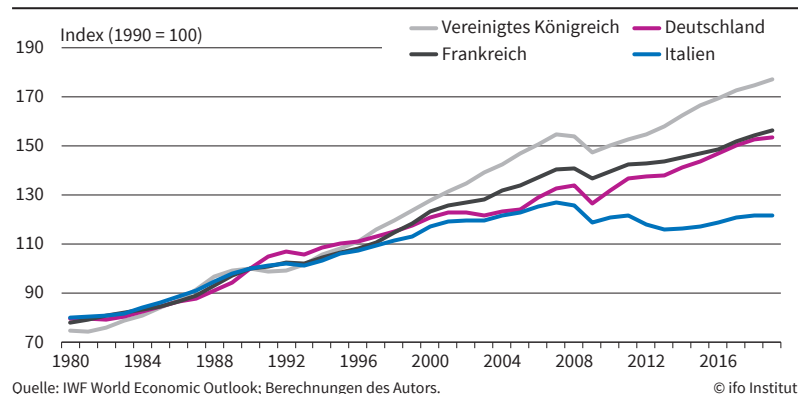
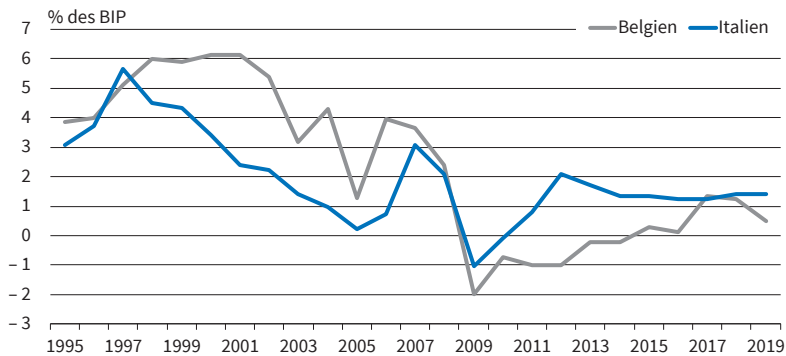


Abb. 4

Primärüberschuss im Staatshaushalt 1995–2019



Quelle: IWF World Economic Outlook.

© ifo Institut

her als diejenige Italiens mit 116%. Sowohl für Belgien als auch für Italien war klar, dass eine Senkung dieser Quote erforderlich ist.

Der Primärsaldo (die Differenz zwischen Steuereinnahmen und Ausgaben ohne Zinsen) kann als Maß für die Belastung der Bevölkerung durch Konsolidierungspolitik betrachtet werden. Abbildung 4 zeigt, dass sowohl Belgien als auch Italien in der Zeit zwischen 1995 und der Einführung des Euro im Jahr 2000 sehr hohe Primärüberschüsse von bis zu 6% des Bruttoinlandsprodukts erwirtschaftet haben. Nachdem der Eintritt in die Währungsunion geschafft war, ließen die Anstrengungen in Italien nach. In Belgien blieben die Überschüsse hoch, bis die globale Finanzkrise ausbrach. Diese Anstrengungen trugen dazu bei, die belgische Schuldenquote bis 2007 auf 87% zu senken. In der Finanzkrise reagierte Belgien stark und reduzierte seinen Primärsaldo um 6% des BIP. Erst im Jahr 2017 erwirtschaftete Belgien wieder einen größeren Primärüberschuss. In den schwierigen Jahren der Eurokrise war die belgische Finanzpolitik also expansiv und hat die Wirtschaftsentwicklung gestützt. Die Spielräume dafür hatte sich das Land vor der Krise erarbeitet.

Italiens Finanzpolitik war anders. Dort sank die Schuldenquote zwischen 1995 und 2003 von 116 auf 100%, dann blieb sie bis 2007 konstant. Bei Ausbruch

der globalen Finanzkrise reduzierte Italien seinen Primärüberschuss um 4% des BIP, geriet dann aber in der europäischen Staatsschuldenkrise unter den Druck steigender Risikozuschläge an den Finanzmärkten und erhöhte den Überschuss bis 2012 wieder auf 2%. Danach fiel er etwas, blieb aber positiv. Die italienische Finanzpolitik hatte also kaum Spielräume, die Wirtschaft während der schwierigen Jahre nach der globalen Finanzkrise zu stützen. Heute werden der Europäischen Kommission und Staaten wie Deutschland, die damals auf finanzpolitische Disziplin drängten, Vorwürfe gemacht, man habe Italien zu einer übermäßig restriktiven Finanzpolitik gezwungen. Das ist im Rückblick nicht ganz von der Hand zu weisen. Gleichzeitig muss man sehen, dass Italien schlicht die fiskalischen Spielräume fehlten. Die Investoren an den Finanzmärkten waren nicht mehr bereit, weitere Schulden zu finanzieren.

Abbildung 4 zeigt den Unterschied zwischen der italienischen und der belgischen Finanzpolitik. Es wird deutlich, dass Belgien eine stark antizyklische Finanzpolitik verfolgt hat. In den wirtschaftlich guten Zeiten vor der Finanzkrise wurde die Schuldenquote stark reduziert. Während der Krise hat Belgien einen Rückgang der Budgetüberschüsse für längere Zeit hingenommen; die stark reduzierte Schuldenquote vor Ausbruch der Krise hat das erleichtert. In Italien war die Finanzpolitik dagegen stärker prozyklisch orientiert.

Abbildung 5 illustriert die Entwicklung des Wirtschaftswachstums im betrachteten Zeitraum. Vor der globalen Finanzkrise war das Wachstum in Belgien etwas höher als in Italien. Das mag erklären, warum es für Belgien leichter war, mit hohen Primärüberschüssen die Schuldenquote zu drücken.

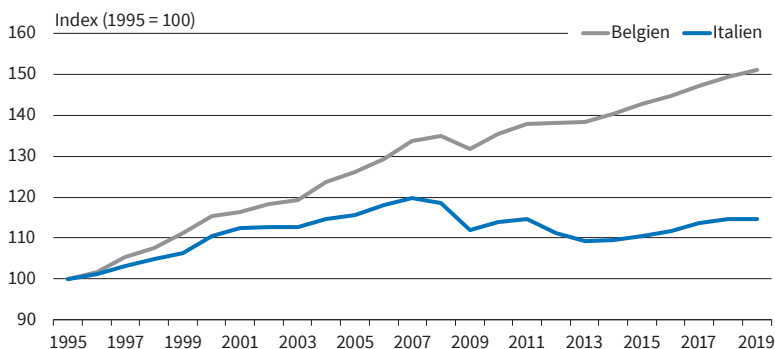
Nach der Krise hat Belgien sich schnell erholt, während Italien in eine schmerzhaft Phase der Stagnation geraten ist. Die Folgen dieser Wachstumsentwicklung sind frappierend. Belgien hat zwischen 1995 und 2019 seine Staatsschuldenquote von 132 auf 102% gesenkt. In Italien sind die Schulden dagegen von 116% auf 133% der Wirtschaftsleistung gestiegen. In diesem Zeitraum lag der Primärüberschuss Belgiens im Jahresdurchschnitt bei 2,3% seiner Wirtschaftsleistung, der Italiens bei 2,0%. Belgien hat früher die Staatsfinanzen konsolidiert, dennoch war die Belastung der Bürger im Durchschnitt kaum höher. Hauptursache für den Unterschied in der Veränderung der Schuldenquote ist das höhere Wirtschaftswachstum in Belgien. Dort ist die Wirtschaftsleistung heute um 50% höher als 1995. In Italien beträgt das Wachstum über den gesamten Zeitraum hinweg nur 15%. Seit 2007 ist das italienische Bruttoinlandsprodukt sogar geschrumpft.

Es ist also keineswegs so, dass die italienische Finanzpolitik den Bürgern keine Anstrengungen zur Konsolidierung der Staatsfinanzen abverlangt hatte. Die Anstrengungen kamen nur zum falschen Zeitpunkt, sie kamen zu spät. Hauptproblem Italiens ist

Abb. 5

Entwicklung der Wirtschaftsleistung 1995–2019

BIP in konstanten Preisen



Quelle: IWF World Economic Outlook; Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

nicht eine unsolide Finanzpolitik, sondern ein chronisch niedriges Wirtschaftswachstum seit der Mitte der 1990er Jahre.

Man soll den hier gezogenen schlichten Vergleich von zwei Ländern nicht überstrapazieren. Trotzdem sind zwei Schlussfolgerungen naheliegend. Erstens erhöht eine hohe Staatsschuldenquote die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft in Krisenzeiten. Das wird durch die empirische Forschung zu den Folgen hoher Staatsverschuldung bestätigt. Zweitens kann eine Konsolidierung der Staatsfinanzen kaum ohne hinreichendes Wirtschaftswachstum funktionieren.

DIE ZUKUNFT ITALIENS: SECHS SZENARIEN

Für die Zukunft Italiens und damit der Eurozone insgesamt bedeutet das nichts Gutes. Italien geht mit einer gegenüber dem letzten Konjunkturreinbruch noch einmal deutlich erhöhten Staatsverschuldung in die Coronakrise. Es stellt sich die Frage, ob das Land in den kommenden Monaten und Jahren in der Lage sein wird, die Krise zu meistern und die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität zu wahren.

Für die weitere Entwicklung der Staatsfinanzen in Italien erscheinen sechs Szenarien möglich.

Stabilisierung der Staatsschulden auf hohem Niveau und langsame Senkung der Staatsschuldenquote

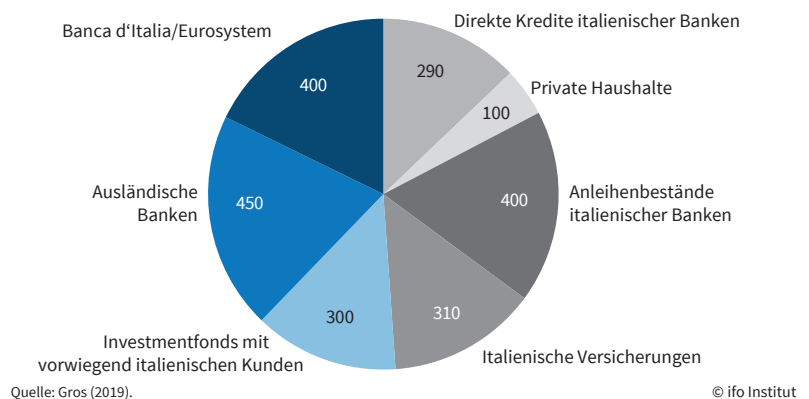
Theoretisch wäre es denkbar, dass die italienische Finanzpolitik die Ausgaben in dieser Krise stark erhöht, um die Wirtschaft im Land zu stabilisieren, und gleichzeitig den krisenbedingten Rückgang der Steuereinnahmen hinnimmt. Das würde die Staatsschuldenquote nach aktuellen Prognosen auf etwa 155% des Bruttoinlandsprodukts steigern. Solange die Zinsen auf italienische Staatsschulden niedrig bleiben und die Gläubiger bereit sind, auslaufende Staatsschulden zu refinanzieren, kann das Land auch mit hohen Staatsschulden leben. Um diese Schuldenquote rechtzeitig vor der nächsten Krise spürbar senken zu können, muss das Wirtschaftswachstum in Italien aber deutlich steigen. Damit bis 2030 die Staatsschuldenquote vor der Coronakrise erreicht wird, müsste bei realistischen Primärüberschüssen das Wirtschaftswachstum um 2 Prozentpunkte höher liegen als in den letzten Jahren. Das wäre ein sehr optimistisches Szenario. Es ist nur erreichbar, wenn das Land tiefgreifende Strukturreformen durchführt und in der Finanzpolitik Investitionen gegenüber Konsumausgaben priorisiert.

Schuldenschnitt

Es wäre riskant, aber denkbar, die Staatsschulden Italiens durch einen Schuldenschnitt zu senken. Um die Folgen eines Schuldenschnitts zu beurteilen, ist es wichtig zu verstehen, wer die Gläubiger des italia-

Abb. 6

Gläubigerstruktur des italienischen Staates

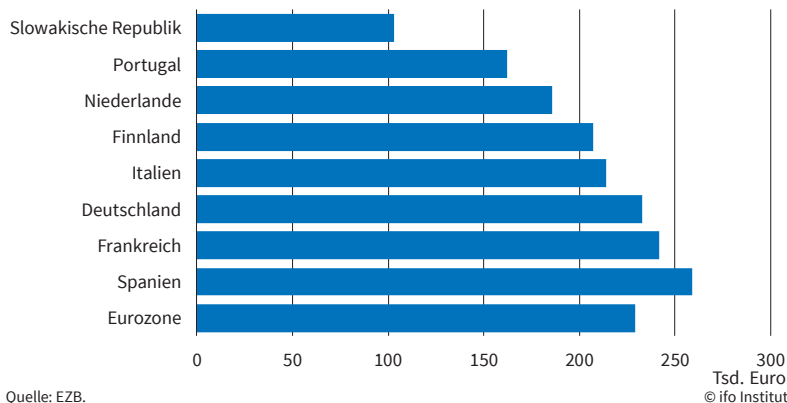


nischen Staates sind. Die italienischen privaten Haushalte haben hohe Ersparnisse. Daher gilt Italien als ein Land, dessen Staatsschulden vornehmlich von den eigenen Bürgern gehalten werden. Das gilt bei genauerem Hinsehen nur eingeschränkt. Die Gläubigerstruktur des italienischen Staates im Jahr 2019 wird in Gros (2019) analysiert. Seine Ergebnisse sind in Abbildung 6 zusammengefasst.

Im Jahr 2019 betrug die gesamte Staatsschuld Italiens rund 2 250 Mrd. Euro. Die italienischen Banken sind der weitaus größte Gläubiger. Sie haben direkte Kredite an den italienischen Staat im Volumen von 290 Mrd. Euro vergeben, außerdem halten sie Staatsanleihen in Höhe von 400 Mrd. Euro. Private Haushalte in Italien besitzen Staatsanleihen im Umfang von 100 Mrd. Euro. Hinzu kommen Investmentfonds und Versicherungen mit vorwiegend italienischen Kunden. Von ausländischen Banken werden Staatsanleihen im Umfang von immerhin 450 Mrd. Euro gehalten. Weitere 400 Mrd. Euro hat die Banca d'Italia erworben, vor allem im Rahmen der Anleihenkaufprogramme der EZB. Diese Anleihebestände werden in der Coronakrise weiter steigen. Für Ausfälle bei diesen Anleihen würde im Prinzip die Banca d'Italia haften. Allerdings entstehen bei ihr durch die Käufe italienischer Staatsanleihen wachsende Verbindlichkeiten beim Rest des Eurosystems in Form der sogenannten Target-Salden (vgl. dazu ausführlich Sinn 2012). Insofern kann man davon ausgehen, dass bei diesen Anleihenbeständen die Risiken letztlich bei ausländischen Gläubigern liegen. Da für Target-Verbindlichkeiten derzeit ein Zins von null gilt, bleiben die Erträge aus der Übernahme dieses Risikos aber in Italien.

Im Fall eines Schuldenschnitts um beispielsweise 50% müssten die meisten italienischen Geschäftsbanken rekapitalisiert werden, denn es würden Verluste in Höhe von 345 Mrd. Euro anfallen. Das könnte nur funktionieren, wenn ein erheblicher Teil der Spareinlagen der italienischen Bürger haftet. Inwiefern das mit den europäischen Regelungen zur Einlagensicherung vereinbar ist, sei dahingestellt. Durch Verluste aus direkt gehaltenen Staatsanleihen sowie Anteilen an Investmentfonds und Versicherungen würden

Abb. 7

Durchschnittliches Nettovermögen der privaten Haushalte 2017

Quelle: EZB.

die italienischen privaten Haushalte weitere 350 Mrd. Euro einbüßen. Es ist schwer vorstellbar, dass eine italienische Regierung zu einer solchen Schröpfung von Sparern bereit wäre. Ihre Wiederwahl wäre damit zweifellos ausgeschlossen.

Hinzu käme, dass es den europäischen Partnern kaum zu vermitteln wäre, die Target-Forderungen an die Banca d'Italia zur Hälfte abzuschreiben. Ausländischen Banken darüber hinaus Verluste in Höhe von 225 Mrd. Euro zuzumuten, erscheint ebenfalls schwierig.

Eine einmalige Vermögensteuer in Italien

Es wird immer wieder gefordert, die italienischen Staatsschulden zu reduzieren, indem in Italien eine einmalige Vermögensteuer erhoben wird. Die Deutsche Bundesbank brachte im Januar 2014 das Konzept einer einmaligen Nettovermögensabgabe in Italien als Instrument zur Abwendung eines Staatsbankrotts ins Spiel. Die mit Nettovermögensteuern verbundenen Nachteile und Risiken, vor allem das Risiko einer Kapitalflucht, sprechen im Normalfall gegen Vermögensteuern. Es seien aber Situationen denkbar, in denen es mangels besserer Alternativen sinnvoll sein könne, dieses Instrument einzusetzen: »In der Ausnahmesituation einer drohenden staatlichen Insolvenz könnte eine einmalige Vermögensabgabe aber günstiger abschneiden als die dann noch relevanten Optionen.« (Deutsche Bundesbank 2014, S. 53)

Eine solche Nettovermögensteuer würde viele Probleme aufwerfen. Wenn sie mobiles Vermögen einschließt, würde es zu einer Kapitalflucht kommen. Das würde die Wirtschaftskrise in Italien verschärfen. Da große Vermögen oft in Unternehmen gebunden sind, würde die Steuer Firmen belasten, die eigentlich investieren und Arbeitsplätze schaffen sollen. Um eine Kapitalflucht zu vermeiden, könnte man die Steuer auf Immobilien beschränken. Sie müsste dann allerdings entsprechend höher sein. Eine Entschuldung des Staates allein auf Kosten der Immobilieneigentümer wäre unter dem Aspekt einer fairen Lastenverteilung allerdings schwer zu vermitteln.

Abwälzung der Verschuldung auf andere Mitgliedstaaten

Es wäre theoretisch möglich, dass die anderen Mitgliedstaaten Italien einen Teil seiner Staatsschulden abnehmen. Eine direkte Umverteilung der Schulden würden die Bürger der anderen Eurostaaten nicht akzeptieren. Es wäre aber vorstellbar, dass die anderen Staaten der Eurozone Italien ähnlich wie Griechenland beispielsweise über den ESM sehr langlaufende Kredite zu Zinsen nahe null gewähren. Solange diese Kredite zu Zinsen refinanziert werden können, die ebenfalls nahe null liegen, wäre das unproblematisch. Spätestens in der nächsten Wirtschaftskrise könnten die Gläubigerstaaten allerdings zu spüren bekommen, dass ihnen Verschuldungsspielräume fehlen.

Generell spricht gegen eine Abwälzung der italienischen Staatsschulden auf andere Länder, dass die italienischen privaten Haushalte über vergleichsweise hohe Vermögen verfügen. Abbildung 7 zeigt, dass ihr durchschnittliches Nettovermögen zwar leicht unter dem Durchschnitt des Euroraums liegt, aber das Niveau der Vermögen in den Niederlanden und in Finnland beispielsweise übersteigt. Es ist schwer vorstellbar, dass Länder, deren Haushalte über ein niedrigeres Vermögen verfügen, Länder von Staatsschulden entlasten, deren Bürger vermögender sind.

Entschuldung durch die EZB

Gelegentlich wird vorgeschlagen, das Problem der Staatsverschuldung zu lösen, indem die Notenbank einen großen Teil der Anleihen aufkauft und immer wieder refinanziert. Es gibt sogar die Forderung, die Notenbank sollte auf Zinszahlungen verzichten und die Anleihen vernichten. Das Ganze erinnert an den Baron von Münchhausen, der gerne erzählte, er habe sich einmal am eigenen Schopf aus dem Morast gezogen. Der Vorschlag zur Beseitigung der Staatsverschuldung durch Endlagerung von Anleihen bei der Notenbank ist ähnlich überzeugend wie die Geschichte des Lügenbarons. Es wird vergessen, dass die Gewinne der Notenbank ohnehin dem Staat zustehen. Wenn die italienische Notenbank mit Duldung der EZB Staatsanleihen aufkauft und dafür nicht verzinsliches Geld herausgibt, entsteht ein Notenbankgewinn, der dem italienischen Staat zufließt. Wenn die Notenbank mehr Staatsanleihen aufkauft, besteht bei insgesamt gegebener Geldmenge weniger Spielraum, beispielsweise Unternehmensanleihen zu kaufen. Entsprechend geringer sind die Einnahmen aus der Verzinsung dieser Unternehmensanleihen. Der Plan, die Staatsschulden in den tiefen Tresoren der Notenbanken quasi dem Vergessen anheimzustellen, funktioniert nur, wenn man glaubt, man könne die Geldmenge beliebig ausdehnen. Das geht aber nicht. Wer das versucht, provoziert inflationäre Geldentwertung.

Austritt aus dem Euro und Wiedereinführung einer nationalen Währung

Die Koalitionsregierung aus 5 Sterne und Lega Nord hat zu Beginn ihrer Regierungszeit offen über einen Austritt aus der Eurozone diskutiert. Damit einher ging die Vorstellung, Italien könnte auf diesem Wege einen großen Teil seiner Staatsschulden loswerden oder auf eine neue, italienische Währung umstellen. Die praktischen Folgen eines solchen Schrittes – eine politische und ökonomische Destabilisierung des Landes und unberechenbare rechtliche Auseinandersetzungen lassen diese Option jedoch hochgradig unattraktiv erscheinen. Das gilt sowohl für Italien als auch für den Rest Europas.

Diese kurze Diskussion möglicher Szenarien für die weitere Entwicklung Italiens und der italienischen Staatsfinanzen zeigt, dass es keine einfachen Lösungen für das Problem der hohen Staatsverschuldung des Landes gibt. Es ist sehr wahrscheinlich, dass Italien von der Gemeinschaft der Eurozone finanziell so weit gestützt wird, dass das Land den Kapitalmarktzugang zu guten Zinskonditionen behält. Die hohen Staatsschulden und die Folgen der Coronakrise für den Privatsektor werden die weitere Wirtschaftsentwicklung aber so belasten, dass ein Herauswachsen aus der Verschuldung schwierig erscheint. In der nächsten Wirtschaftskrise wäre eine Überschuldung

dann kaum zu vermeiden. Politisch liegt ein fundamentales Problem darin, dass für amtierende Regierungen die Versuchung stets groß ist, Überschuldungsprobleme als lediglich vorübergehende Liquiditätsprobleme darzustellen und ihre Lösung durch die Vergabe von Hilfskrediten auf die lange Bank zu schieben. Mit den Konsequenzen können sich dann die Nachfolgerregierungen beschäftigen.

All das zeigt, dass für die kommenden Jahre mit erheblichen Spannungen in der Eurozone zu rechnen ist. Dabei ist Italien nicht das einzige Land, das mit finanziellen Herausforderungen zu kämpfen hat. Viel wird davon abhängen, ob es gelingt, in Europa insgesamt möglichst bald zu einer wirtschaftlichen Erholung zu kommen. Ob das zu schaffen ist, hängt in erster Linie vom weiteren Verlauf der Pandemie und den staatlichen Maßnahmen zu ihrer Eindämmung ab. Für die europäische Politik stellt sich außerdem die Frage, ob es auf europäischer Ebene Möglichkeiten gemeinsamen Handelns gibt, um die wirtschaftliche Erholung zu fördern.

LITERATUR

Deutsche Bundesbank (2014), *Monatsbericht* Januar, Frankfurt am Main.

Gros, D. (2019), »Who holds Italian government debt? A Primer«, *CEPS Policy Insights* No. 2019-11/Juni, Brüssel.

Sinn, H.-W. (2012), *Die Target-Falle – Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser-Verlag, München.

Friedrich Heinemann

Drei Details der europäischen Corona-Pakete belegen den Abschied von der Maastrichter Finanzverfassung

Das Ringen um die Ausgestaltung des EU-Corona-Wiederaufbauplans hat große mediale Beachtung erlangt. Im Mittelpunkt der öffentlichen Wahrnehmung stehen Fragen nach dem Gesamtvolumen des Pakets, den Verwendungsaufgaben und der Verteilung auf Zuschüsse und Kredite. Ohne nennenswerte Kontroversen und weitgehend unter dem Radar der öffentlichen Wahrnehmung sind demgegenüber andere Weichenstellungen der europäischen Corona-Hilfen verlaufen, die möglicherweise viel bedeutsamer sind. Hier sind es drei auf den ersten Blick eher technische Details der Hilfen von EU und EZB, die über die kommenden Jahre und Jahrzehnte in ihrem Zusammenwirken eine große Wirkung entfalten und letztlich Europas Fiskalverfassung umgestalten dürften. Diese Details betreffen die Hilfen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) im ersten EU-Corona-Paket, die Anleihekäufe der EZB unter dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) und die Finanzierungsseite des EU-Wiederaufbauplans »Next Generation EU« (NGEU).

ESM-KREDITE ERSTMALIG OHNE ERNSTHAFTESCHULDENTRAGFÄHIGKEITSPRÜFUNG

Im ESM ist zur finanziellen Unterstützung in der Pandemie eine vorsorgliche Kreditlinie im Umfang von 240 Mrd. Euro geschaffen worden, aus der Mitgliedstaaten Mittel zur Abdeckung von direkten und indirekten Gesundheitskosten im Kontext der Pandemie erhalten können. Während bisherige ESM-Programme nur unter detaillierten Verwendungsaufgaben und mit strikter Überwachung erfolgen, reicht in dieser Kreditlinie der Nachweis der Verwendung für den sehr allgemein bezeichneten gesundheitlichen Zweck.

Bedeutsamer ist aber folgendes Detail: Der ESM-Vertrag regelt, dass Kredite an Eurostaaten nur erlaubt sind, wenn die Schuldentrag-



Prof. Dr. Friedrich Heinemann

leitet am ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung den Forschungsbereich »Unternehmensbesteuerung und Öffentliche Finanzwirtschaft« und lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität Heidelberg.

fähigkeit im Schuldnerstaat positiv bewertet wird. Diese Schuldentragfähigkeitsanalyse (Debt Sustainability Analysis: DSA) soll die Kreditgewährung auf solvente Staaten beschränken. Kredite an überschuldete Staaten würden faktisch ein Transferelement beinhalten, weil nicht mit einer vertragskonformen Rückzahlung des vollen Betrags gerechnet werden kann. Eine ernsthafte DSA sollte daher in der Vergangenheit sicherstellen, dass der ESM nur als Instrument zur Überbrückung von temporären Liquiditätskrisen dient und nicht als Vehikel für verkappte Transferlösungen für überschuldete Eurostaaten zweckentfremdet wird. In der Euro-Schuldenkrise hat die Zusammenarbeit mit dem IWF zur Glaubwürdigkeit der DSA beigetragen. Aufgrund der Zweifel an der griechischen Schuldentragfähigkeit ist es daher im Jahr 2012 auch zum Schuldenschnitt für private Griechenland-Gläubiger durch das »Private Sector Involvement« (PSI) gekommen.

Anders nun die Praxis zur Vorbereitung der ESM-Corona-Kredite. Die Europäische Kommission hat zwar formal korrekt Anfang Mai die Schuldentragfähigkeit überprüft und allen Eurostaaten auf mittlere Sicht von zehn Jahren ihre Schuldentragfähigkeit bescheinigt (vgl. European Commission 2020c). Das Bemerkenswerte an dieser Einschätzung ist jedoch, dass Kommission noch wenige Monate zuvor, als die Analyse noch keine praktischen Konsequenzen hatte, zu einem ganz anderen Ergebnis gekommen war. Im Januar 2020 und noch ohne Wissen um die bevorstehende neue Krise hat die Kommission ihren Debt Sustainability Monitor 2019 vorgelegt, in dem praktisch alle Indikatoren zur Beurteilung der Zehn-Jahres-Tragfähigkeit für Italien auf Rot gesprungen waren (vgl. European Commission 2020a). Mit anderen Worten: Vor der Pandemie diagnostizierte die Kommission Italien eine fehlende mittelfristige Schuldentragfähigkeit. Nach Eintritt des Corona-Schocks sieht sie die Schuldentragfähigkeit des Landes dann plötzlich als ungefährdet an. Wenn aber zwischen Januar und Mai 2020 eine Änderung im Ergebnis einer DSA zu erwarten gewesen wäre, dann hätte dies bei objektiver Herangehensweise nur umgekehrt eine ungünstigere Beurteilung der Tragfähigkeit sein dürfen. Denn der Corona-Schock mit seiner tiefen Rezession und seinen enormen Staatsdefiziten ist zweifellos ein signifikanter negativer Solvenzschock, der die Schuldentragfähigkeit aller Eurostaaten und die des besonders betroffenen Italiens sogar überdurchschnittlich stark verringert. Anders nun die Bewertung der Kommission, in deren Augen offenbar alle Eurostaaten in den Monaten der Pandemie fiskalisch derartig gesundet sind, dass angeblich keine Zweifel mehr an der Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung besteht.

Dieser Widerspruch zwischen DSA-Ergebnis und der gravierenden Verschlechterung der Fundamentaldaten belegt, dass von einer objektiven und unparteiischen DSA in Vorbereitung von ESM-Krediten nicht mehr die Rede sein kann. Weil die Kreditgewährung

durch den ESM politisch gewollt ist, liefert die Kommission offenbar ohne Rücksicht auf objektive Daten und im Widerspruch zum eigenen gegenteiligen Befund wenige Monate zuvor eine positive DSA ab. Erschwerend für den Reputationsschaden für das ESM-Regelwerk kommt hinzu, dass diese jüngste Analyse durch die Kommission in Abstimmung mit ESM und EZB erarbeitet wurde und daher auch von diesen beiden Institutionen mit zu verantworten ist. Die europäischen Institutionen Kommission, ESM und EZB offenbaren auf diese Weise ihren Konsens, ESM-Kredite künftig auch an überschuldete Staaten auszuzahlen, wenn das in einer Notlage opportun erscheint. Dies belegt, dass die Mitwirkung von ESM und EZB an der DSA – anders als vor Jahren die Mitwirkung des IWF – nicht geeignet ist, Neutralität in der DSA-Analytik durchzusetzen. Damit ist der ESM-Vertrag faktisch in einer wichtigen Dimension verändert worden.

Die Botschaft der Pandemie-Kreditlinie im ESM ist somit: Künftig steht Eurostaaten ESM-Kredit unabhängig von ihrer Schuldentragfähigkeit zur Verfügung.

EZB ERLANGT SPERRMINORITÄT BEI STAATSANLEIHEN

Eine zweite Veränderung mit Relevanz für Europas Fiskalverfassung betrifft die Krisenpolitik der EZB. Mit der Errichtung des PEPP hat der EZB-Rat Regeländerungen gegenüber dem Vorgängerprogramm beschlossen. Galten für das 2015 aktivierte Public Sector Purchase Programme (PSPP) noch zahlreiche Auflagen, so sind diese für PEPP abgeschwächt oder ganz entfallen (vgl. Havlik and Heinemann 2020). Deutlich gelockert wurden die Laufzeitbegrenzungen der ankaufsfähigen Staatsanleihen, so dass heute Papiere auch noch einen Monat vor Endfälligkeit gekauft werden können. Weitgehend relativiert wurde die Orientierung der Käufe am EZB-Kapitalschlüssel, die allerdings auch schon beim PSPP de facto nicht mehr eingehalten wurde, weil es trendmäßig zu einer Höhergewichtung der hoch verschuldeten Eurostaaten gekommen ist (vgl. Havlik and Heinemann 2020). PEPP darf zudem, anders als PSPP, nun auch in die Staatsanleihen Griechenland mit ihrer geringen Bonität investieren.

Inhaltlich besonders wichtig ist aber vor allem eine weitere Regeländerung: Mit dem PEPP hat der EZB-Rat die Obergrenzen der ankauffähigen Wertpapiere pro Emission (»Emissionsgrenze«) und pro Emittent (»Emittentengrenze«) gänzlich außer Kraft gesetzt. Beide Grenzen lagen beim PSPP für Anleihen der Mitgliedstaaten zuletzt bei 33%. Mit dem PEPP sind diese Obergrenzen ersatzlos entfallen. Auch das Ende dieser Limits ist alles andere als ein unbedeutendes technisches Detail. Dies wird deutlich, wenn man sich die ursprüngliche Absicht der Emissions- und Emittentengrenzen vor Augen führt. Die 33%-Grenze sollte die Bestände in den Bilanzen des Eurosystems unter der Grenze halten, die in den Collective Action

Clauses (CACs) der Eurozone als Sperrminorität definiert wird. Diese CACs werden den Eurostaaten für alle Anleihemissionen seit 2013 durch den ESM-Vertrag vorgeschrieben. Der ESM-Vertrag zielt mit der Vorschrift darauf ab, eine ordentliche Prozedur zur Umschuldung von Eurostaaten zu schaffen, falls diese in eine Überschuldung geraten. Damit soll es eine glaubwürdige Alternative zum Bailout geben, nämlich den Schuldenschnitt zu Lasten privater Investoren. Dass der EZB-Rat bei der Etablierung des PSPP im Jahr 2015 genau diese Obergrenzen definiert hat, ist diesen Klauseln geschuldet. Der Rat wollte vor fünf Jahren vermeiden, dass das Eurosystem mit einer Überschreitung der Emissionsgrenze in die Rolle eines Vetospielers gerät, der letztlich über eine Umschuldung eines überschuldeten Eurostaats zu entscheiden hat. Denn ein Eurosystem, das über eine Umschuldung zu beschließen hat, ist ein strategischer Kreditgeber und würde endgültig eine Schlüsselrolle für die Staatsfinanzierung einnehmen.

Die Sichtweise, dass das Ende dieser Grenzen relevant für zukünftige Umschuldungsentscheidungen sein wird, stammt mitnichten von externen EZB-Kritikern, es ist eine offizielle eigene Positionierung des EZB-Rats selber. In seinem PSPP-Beschluss vom März 2015 hatte der Rat noch formuliert: »Um das reibungslose Funktionieren der Märkte für notenbankfähige marktfähige Schuldtitel zu gewährleisten und eine Behinderung geordneter Umschuldungen zu vermeiden, werden für den Ankauf dieser Wertpapiere durch die Zentralbanken des Eurosystems Schwellenwerte gelten« (European Central Bank 2015). Rückblickend müsste der EZB-Rat nun in Übereinstimmung mit seiner ureigenen Analyse zugeben, dass er mit der Beseitigung dieser Grenzen in Zukunft geordnete Umschuldungen in der Eurozone behindern wird.

Wer einwendet, dass ein Veto des EZB-Rats gegen eine Schuldenrestrukturierung nicht relevant sei, weil entweder die bisherigen Ankaufsobergrenzen nicht überschritten würden oder der EZB-Rat auf dieses Veto verzichten könnte, dürfte irren. Schon im Sommer 2020 bewegen sich die PSPP/PEPP-Bestände für ein Land wie Spanien bei 25% der gesamten spanischen Staatsschulden, so dass hier für immer mehr Wertpapiere die 33%-Grenze überschritten wird (vgl. Havlik and Heinemann 2020). Für Italien mit seiner sehr hohen Staatsverschuldung ist die 33%-Grenze im Aggregat noch in größerer Entfernung, dürfte aber bei den derzeit stark in Richtung italienischer Anleihen übergewichteten Ankäufen immer öfter bei einzelnen Papieren überschritten werden.

Schwer vorstellbar ist außerdem, dass der EZB-Rat bei Umschuldungsverhandlungen in Zukunft auf die Nutzung seiner Sperrminorität verzichten könnte. Für PSPP und PEPP gilt gleichermaßen, dass das Eurosystem den »pari passu«-Gläubigerstatus explizit akzeptiert hat. Das heißt, dass sich das Eurosystem auf eine Gleichbehandlung der EZB mit privaten Gläubigern verpflichtet hat. Ein Kunstgriff wie beim griechi-

schen PSI im Jahr 2012, als die EZB-Anleihebestände vom Schuldenschnitt ausgenommen wurden, ist damit nicht mehr anwendbar. Ein EZB-Rat, der in einer Gläubigerversammlung auf sein Vetorecht verzichtet, würde somit einen hohen Forderungsausfall für die EZB und nationale Zentralbanken in Kauf nehmen.

Die Botschaft der veränderten Regeln für Staatsanleihekäufe durch das Eurosystem lautet: Eine Schuldenrestrukturierung von hoch verschuldeten Eurostaaten, wie sie noch für Griechenland 2012 funktionieren konnte, wird künftig schon am Veto des EZB-Rats scheitern, der keine Verluste auf die umfangreichen Anleihebestände des Eurosystems zulassen darf, weil dies unweigerlich als direkte monetäre Staatsfinanzierung gegen das Verbot in Art. 123 AEUV zu bewerten wäre.

DIE EU VERSCHAFFT SICH EIN ERHEBLICHES VERSCHULDUNGSPOTENZIAL ÜBER NEXT GENERATION EU HINAUS

Eine dritte bedeutsame Veränderung ist mit der Schuldenfinanzierung des EU-Wiederaufbauplans NGEU verbunden. Während viele Details auf der Ausgabenseite von NGEU umstritten waren, gilt dies nicht für dessen Finanzierungsseite. Die Vorschläge der Kommission zur Schuldenfinanzierung des 750-Mrd.-Euro-Pakets (vgl. European Commission 2020b) wurden durch den Europäischen Rat weitgehend unverändert akzeptiert (vgl. European Council 2020). Hier sind Details zum Umfang der EU-Eigenmittelermächtigungen zur Absicherung der Verschuldungsaufnahme besonders bemerkenswert (vgl. Heinemann 2020).

NGEU wird in voller Höhe durch EU-Kreditaufnahme finanziert. Dazu wird die Europäische Kommission ermächtigt, bis 2026 Mittel in Höhe von 750 Mrd. Euro über die Emission von EU-Anleihen aufzunehmen. Abgesichert werden die Emissionen durch den EU-Haushalt und die Eigenmittel der EU. Der bisherige Eigenmittelbeschluss sichert der EU allerdings nur Eigenmittel bis zu 1,2% des EU-Bruttonationaleinkommens (BNE) zu. Diese Obergrenze wird nun in zwei Schritten erhöht. Erstens erfolgt zur Finanzierung des regulären Mehrjährigen Finanzrahmens (MFR) für die Jahre 2021–2027 eine Erhöhung auf 1,4% für die Zahlungsermächtigungen (und 1,46% für die Verpflichtungsermächtigungen). Darüber hinaus wird die Eigenmittellobergrenze um weitere 0,6 Prozentpunkte BNE erhöht, um einen Spielraum für die Rückzahlung der aufgenommenen Kredite zu schaffen. Die Erhöhung um 0,6 Prozentpunkte erfolgt »temporär«, wobei diese Vokabel irreführend ist, weil »temporär« hier den Zeitraum von mehr als einer Generation umfasst, nämlich bis zum Jahr 2058.

Setzt man den durch den 0,6-Prozentpunkt-Spielraum geschaffenen Finanzierungsspielraum ins Verhältnis zum tatsächlich jetzt vereinbarten Volumen von NGEU, dann ergibt sich ein erhebliches Missverhältnis. Aus dem EU-Haushalt müssen in den 31 Jah-

ren von 2028 bis 2058 für das Corona-Paket 390 Mrd. Euro getilgt werde, weil die verbleibenden 360 Mrd. Euro von NGEU als Kredite an die Mitgliedstaaten vergeben werden und folglich auch von den begünstigten Ländern, nicht aber durch den EU-Haushalt zu tilgen sind. Die neue Eigenmittellobergrenze mit ihrem 31-jährigen zusätzlichen Spielraum für die Schuldentilgung beläuft sich aber auf 0,6% des gesamten zwischen 2028 und 2058 erwirtschafteten EU-BNE. Bereits ohne jegliches Wirtschaftswachstum würde sich die Tilgungskapazität damit auf 18,6% ($= 31 \times 0,6\%$) des 2019er-BNE belaufen. Dies entspricht einem Betrag von 2,6 Billionen Euro. Unterstellt man konservativ ein nominales Trendwachstum von 2,5% (1% reales Wachstum und 1,5% Inflation), dann entspricht der Rückzahlungsspielraum von 0,6% des BNE sogar einem Volumen von 4,8 Billionen Euro. Mit anderen Worten: Um zwischen 2028 und 2058 den Betrag von 390 Mrd. Euro aus dem EU-Haushalt tilgen zu können, wird der EU ein Tilgungsspielraum des zwölfwachen Volumens eröffnet.

Eine Rechtfertigung für diese massive Überdeckung der heutigen NGEU-Schulden könnte sein, dass eine gewisse Reserve notwendig ist, um eine hohe Bonitätsbewertung der EU-Schulden sicherzustellen. Diese Vorgehensweise ist vom ESM bekannt, bei dem die Kreditkapazität von 500 Mrd. Euro durch Garantien der Mitgliedstaaten im Gesamtumfang von 700 Mrd. Euro abgesichert ist. Die NGEU-Überdeckung überschreitet aber die ESM-Überdeckung um ein Vielfaches. Selbst wenn man unterstellt, dass der Spielraum im EU-Haushalt den vollen Betrag von NGEU in Höhe von 750 Mrd. Euro absichern muss, weil die Kreditnehmer der NGEU-Kredite zum Teil selber nicht kreditwürdig sind, dann entspricht dies immer noch einer Überdeckung von über 500%. Dies ist nach den Erfahrungen des ESM aber bei weitem nicht notwendig, um die Bonität der NGEU-Anleihen abzusichern. Beim ESM hat eine 40%-Überdeckung vollkommen ausgereicht, um eine hohe Bonität der ESM-Anleihen zu gewährleisten.

Die Botschaft der starken Ausweitung der Eigenmittellobergrenze über die NGEU-Erfordernisse hinaus lautet: Die EU nimmt die Rückzahlungserfordernisse aus den NGEU-Schulden zum Anlass, um sich schon heute einen sehr großen zusätzlichen Tilgungsspielraum für EU-Schulden zu verschaffen. Dieses zusätzliche freie Tilgungspotenzial liegt im Billionenbereich.

DIE ZUSAMMENSCHAU: RÜCKKEHR ZUM MAASTRICHTER ORDNUNGSRAHMEN KAUM MEHR VORSTELLBAR

Betrachtet man all diese drei seit März 2020 erfolgten Weichenstellungen, dann lassen sich diese folgendermaßen zusammenfassen: Erstens können auch überschuldete Mitgliedstaaten in Zukunft auf europäische Kredite hoffen, weil eine ernsthafte Überprüfung der Schuldentragfähigkeit als Vorbedingung für eine Kre-

ditvergabe durch die europäischen Institutionen nicht einmal mehr bei den ESM-Krediten erfolgt. Zweitens ist eine Schuldenrestrukturierung eines überschuldeten Eurolandes immer weniger realistisch, weil der EZB-Rat aufgrund der hohen Bestände an Staatsanleihen des Eurosystems in Zukunft über ein Vetorecht gegen einen Haircut verfügt und davon auch Gebrauch machen dürfte. Drittens wird der neue EU-Eigenmittelbeschluss der EU einen Verschuldungsspielraum eröffnen, der um einige Billionen Euro höher ausfällt, als dies zur Finanzierung der NGEU-Schulden notwendig ist.

All dies deutet darauf hin, dass die Maastrichter Finanzverfassung mit ihrer Betonung von Non-Bailout-Regel, dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung und der Marktdisziplin nun stark geschwächt ist. In der Euroschuldenkrise vor zehn Jahren wurde noch der Versuch unternommen, die Maastricht-Regeln durch Offenhaltung einer Schuldenrestrukturierung als Alternative zum Bailout zu bewahren. Nicht nur das griechische PSI, sondern auch der ESM-Vertrag mit seiner Absage an Kredite für Staaten ohne Schuldentragfähigkeit hatte diesen Versuch deutlich gemacht. Die EU ist in der Coronakrise nun auf einen anderen Weg eingeschwenkt, der mit der Verweigerung einer ernsthaften DSA und der neuen Vektorolle des EZB-Rats auf eine Abkehr von der Schulden-Restrukturierungsoption hinausläuft. Gleichzeitig hat sich die Union mit der sehr hohen Überdeckung der NGEU-Schulden jetzt bereits einen Verschuldungsspielraum über den EU-Haushalt verschafft, der die Ausweitung der EU-Anleiheemission um ein Vielfaches der Corona-Schulden erlauben würde.

Natürlich stellt sich die Frage, ob all diese skizzierten Weichenstellungen nicht letztlich doch einer einmaligen Sondersituation geschuldet sind, die sich aus der Corona-Pandemie und der historisch tiefen Rezession ergeben haben. Tatsächlich betonen sowohl die EZB-Entscheidung zur Errichtung von PEPP, der Gipfelbeschluss zu NGEU, der Entwurf des neuen Eigenmittelbeschlusses als auch die ESM-Entscheidung zur Pandemie-Kreditlinie, dass all diese Notfall- und Krisenprogramme strikt auf die Bekämpfung der Pandemiefolgen beschränkt sind. Auch soll gemäß Gipfelbeschluss die Kreditaufnahme der EU mit dem Jahr 2027 enden und die Operation EU-Verschuldungskompetenz mit der letzten Tilgung der Corona-Schulden im Jahr 2058 beendet sein (vgl. European Council 2020).

Hier dürfte jedoch für die Anhänger des ursprünglichen Maastrichter Ordnungsrahmens wenig Hoffnung bestehen, dass eine Rückkehr zum alten System gelingen könnte. Nicht anders als die Corona-Pandemie wird jede beliebige neue Krise angesichts hoch verschuldeter EU-Staaten die EU in die gleiche Zwangslage führen, mit der sie im Frühjahr 2020 konfrontiert war. Es gibt inzwischen zu viele große Mitgliedstaaten, die aufgrund einer kritischen nationalen Verschuldung in Kombination mit einem Unvermögen zu Strukturreformen und niedrigem Potenzialwachstum nicht mehr

in der Lage sind, ohne umfassende europäische Hilfen Krisen bewältigen zu können. Daher ist absehbar, wie Europa auf neue Schuldenkrisen reagieren wird, egal wie diese verursacht sein werden. In der Corona-Pandemie hat die EU die institutionellen Voraussetzungen geschaffen, um in Zukunft sogar den Bailout eines Landes von der Größe Italiens zu organisieren. Es ist unrealistisch zu erwarten, dass diese Voraussetzungen im Ernstfall nicht genutzt werden.

LITERATUR

European Central Bank (2015), *Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10)*, Frankfurt am Main.

European Commission (2020a), »Debt Sustainability Monitor 2019«, European Economy – Institutional Paper 120, Januar, Brüssel.

European Commission (2020b), *Europe's Moment: Repair and Prepare for the Next Generation, Communication from the Commission, COM/2020/456 final*, Brüssel.

European Commission (2020c), *Pandemic Crisis Support – Eligibility Assessment, Annex II – Assessment of Public Debt Sustainability and COVID-Related Financing Needs of Euro Area Member States*, 7. Mai, Brüssel.

European Council (2020), *Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions, EUCO 10/20*, 21. Juli, Brüssel.

Havlik, A. und F. Heinemann (2020), *Sliding Down the Slippery Slope? Trends in the Rules and Country Allocations of the Eurosystem's PSPP and PEPP*, EconPol Policy Report 21, München.

Heinemann, F. (2020), »Das Schuldenexperiment«, *Handelsblatt*, 5. August, 48.

Thomas König

Corona und Europa: Das gefährliche Spiel mit der Solidarität

Für viele Bürger ist Corona ein Fluch, für manche Staaten ein Segen. Die Premierminister Italiens und Spaniens haben sich mit ihrem Appel an die europäische Solidarität bei der Bewältigung der Corona-Folgen gegenüber den anderen Staaten durchgesetzt und hohe Erwartungen bei den von Corona betroffenen Bürgern geweckt. Auf ihrem Gipfel beschlossen die Staats- und Regierungschefs der 27 Mitgliedstaaten, dass die EU ohne Zusagen zu Strukturreformen und Bekenntnis zum demokratischen Rechtsstaatsprinzip erstmals gemeinschaftlich Schulden aufnehmen wird, um mit dem »Next Generation Fonds« den mehrjährigen Finanzrahmen der EU massiv zu verstärken. Auch wenn das Europäische Parlament und die nationalen Parlamente den Beschluss noch mittragen müssen, scheint diese Solidarität den Weg frei zu machen in eine europäische Fiskalunion.

EUROPÄISCHE SOLIDARITÄT ALS GEMEINSCHAFTLICHE SCHULDENAUFNAHME

Von Anfang an spiegelten die Gipfelverhandlungen die Konstellation der Wirtschafts- und Finanzkrise wider, die zu einem Aufschwung für rechtspopulistische »My-Population-First«-Bewegungen und euroskeptische Parteien bei nationalen und europäischen Wahlen führte. Vor allem das Krisenmanagement der Troika hatte damals großen Unmut unter den Bürgern über die von Brüssel – für manche von Berlin – technokratisch verordneten Strukturreformen ausgelöst und die Parteienlandschaft in vielen Mitgliedstaaten durcheinander gewirbelt. Dieses Mal wollte und sollte sich Deutschland und die EU anders präsentieren und dem aufkommenden euroskeptischen Rechtspopulismus ein pro-europäisches Solidaritätszeichen entgegensetzen. Aber wenn – wie vom französischen Präsidenten formuliert – europäische

Solidarität die gemeinschaftliche Schuldenaufnahme bedeutet, dann stellt sich die Frage, ob diese Mittel nur den klammen Staaten oder auch den von Corona betroffenen Bürgern zugutekommen werden.

BEDINGUNGSLOSE ZUSCHÜSSE ODER RÜCKZAHLUNGSVERPFLICHTUNGEN?

Trotz Einigkeit über eine gemeinsame Antwort auf die Corona-Folgen hat die Frage, wie viele Milliarden aus dem Konjunktur- und Investitionsprogramm als Zuschüsse ohne Verpflichtungen gegeben werden sollen, einen mehr als zehn Jahre schwelenden Fiskalkonflikt unter den Mitgliedstaaten zutage gebracht, der seinen Ursprung in der Einführung des Euro hat. Auf der einen Seite forderten Staaten, die zur Rekordverschuldung die günstigen Eurozonenkonditionen genutzt hatten, ein hohes Fondsvolumen mit bedingungslosen Zuschüssen. Auf der anderen Seite setzte sich die Gruppe der »sparsamen« Staaten für ein geringeres Volumen, einen höheren Anteil an Rückzahlungsverpflichtungen, mehr europäische Kontrolle und ein Bekenntnis zur Rechtsstaatlichkeit ein.

Der französische Präsident erkannte die Gunst der Stunde für den Einstieg in eine europäische Fiskalunion, da sich Deutschland während seiner Ratspräsidentschaft nicht auf die Seite der Sparsamen schlagen konnte. Im Vorfeld der Verhandlungen bewog der französische Präsident die Bundeskanzlerin, gemeinsam einen Kompromiss zu suchen. Nach tagelangen Verhandlungen erhält die EU erstmals eine gemeinschaftliche Einnahmesteuer und darf sehr lang-



Prof. Dr. Thomas König

ist Inhaber der Professur für Politikwissenschaft, Europäische Politik, an der Universität Mannheim.

fristige Kredite für Mittel aufnehmen, von denen die meisten an das rekordverschuldete Italien fließen werden, gefolgt von Spanien und Frankreich. Offen bleibt die Frage, wie diese gemeinschaftlichen Schulden zurückgezahlt werden und ob die gemeinschaftliche Schuldenaufnahme ein Fiskalmodell für die Zukunft sein wird.

EUROPÄISCHE SOLIDARITÄT: EIN STRATEGISCHES ARGUMENT?

Vorab sei erwähnt, dass es nicht das erste Mal in der Geschichte der EU ist, dass eine Gruppe von Staaten ihre Interessen in einer Verhandlung mit einem emotionalen Appel an die europäische Solidarität durchzusetzen vermag. Erinnert sei an die Verhandlungen zur Osterweiterung, in denen die Beitrittsstaaten ihre Mitgliedschaft mit einem ähnlichen Appell unter dem Versprechen, rechtsstaatliche Prinzipien zu wahren, eingefordert haben. Auch der Vertrag von Lissabon wurde nach siebenjähriger Verhandlungsdauer, drei gescheiterten Volksabstimmungen und unzähligen Verhandlungsrunden über einen Verfassungsvertrag mit Appellen an gemeinsame europäische Demokratiewerte durchgeboxt.

Aus heutiger Sicht muss jedoch kritisch konstatiert werden, dass diese Appelle eher das Gegenteil bewirkt haben. In Polen und Ungarn verstoßen euroskeptische Rechtspopulisten gegen rechtsstaatliche Prinzipien, wie sich auch die EU seit dem Vertrag von Lissabon in Richtung einer zentralistischen Technokratie mit einer Kommission an der Spitze entwickelt hat, die in einer heterogeneren EU ohne elektorales Mandat unzählige Verordnungen und Entscheidungen anstatt Richtlinien als Rechtsakte vorschlägt. Diese legen in Brüssel zentral verbindliche Regelungen fest, was zur polarisierten Lagerbildung zwischen Pro- und Anti-Europäern beiträgt. Von diesen Rechtsakten wird wiederum ein Großteil in informellen Trilogien zwischen Kommission, Rat und Parlament beschlossen, was wiederum »My-Population-First«-Verschwörungstheorien befeuert.

Im Gegensatz zu »My Population First« beschreibt das Solidaritätsprinzip den Mechanismus einer allgemeingültigen Versicherung. In der Sozialversicherung besagt dieser, dass der Einzelne nicht allein für sich verantwortlich ist, sondern sich die Mitglieder einer definierten Solidargemeinschaft gegenseitig Hilfe und Unterstützung gewähren. Beispielsweise ist das Solidaritätsprinzip die strukturelle Basis der gesetzlichen Krankenversicherung für alle Bürger. Grundlage für seine Anwendung ist der gemeinsame Einsatz der gleichgestellten Mitglieder. In der ersten Corona-Phase hat sich dieses Prinzip in Deutschland bewährt, da einerseits das Krisenmanagement in kurzer Zeit die Versorgung optimieren, Testreihen aufbauen und Maßnahmen ergreifen konnte, andererseits die Bürger ihren Beitrag leisteten und sich weitgehend an die Empfehlungen hielten.

Im Vergleich zur Sozialversicherung bildet der Länderfinanzausgleich die fiskalpolitische Grundlage der staatlichen Aufgabenbewältigung von Bund, Ländern und Gemeinden sowie mittlerweile der EU. Durch die Aufteilung der Gemeinschaftssteuern sollen diese staatlichen Einheiten in die Lage versetzt werden, den ihnen zugewiesenen Aufgaben nachzukommen. Das staatliche Krisenmanagement der zweiten Corona-Phase profitiert bislang von der schwarzen Null, die seit 2014 den Bundeshaushalt aufgrund von Rekorderträgen sechsmal in Folge ohne Neuverschuldung auskommen ließ. Sie ermöglicht trotz Rekordausgaben für Rente, Kohleausstieg und E-Einstieg, die Mehrwertsteuer zu senken, millionenfach Kurzarbeitergeld zu gewähren und kleine, mittlere und größere Unternehmen bis Jahresende zu subventionieren. Für die Fiskalpolitik steht allerdings die Bewährungsprobe noch aus, wenn Einnahmen spätestens am Ende des Jahres ausfallen werden.

LÄNDERFINANZAUSGLEICH: BLAUPAUSE FÜR EUROPÄISCHE FISKALUNION?

Mit der Übertragung von mehr Aufgaben auf die EU ist für viele der Länderfinanzausgleich mit seinen Gemeinschaftssteuern, der fiskalpolitische Solidarität für den Ausgleich der unterschiedlichen Lebensverhältnisse einfordert, die Blaupause für eine europäische Fiskalunion. Mittlerweile entfallen zwei Drittel der deutschen Steuereinnahmen auf Gemeinschaftssteuern wie der Umsatz- und Lohn- und Einkommenssteuer, von denen vor allem Bund und Länder und mit großem Abstand Gemeinden und EU profitieren. Auch wenn die Corona-Bewährungsprobe für die Fiskalpolitik noch aussteht, kann man aus den bisherigen Erfahrungen Rückschlüsse ziehen. Denn trotz der gestiegenen Bedeutung der Gemeinschaftssteuern, über deren Aufteilung Bund und Länder verhandeln, hat sich die Schere zwischen Geber- und Nehmerländern eher vergrößert als verkleinert. Die Asymmetrien zwischen finanzstarken Geber- und finanzschwachen Nehmerländern nehmen auf der Einnahmenseite stetig zu, weil die Nehmerländer beharrlich an ihren Strukturen festhalten. Erst die Verwerfungen der Wirtschafts- und Finanzkrise und die Drohung einer Verfassungsklage ließen die Einsicht zur Kontrolle reifen. Seit 2009 überwacht der Stabilitätsrat die Haushaltsführung und prüft die Einhaltung der Vorgaben durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt zur Haushaltsdisziplin, um Trittbrettfahreneffekte einzugrenzen.

Während beim Länderfinanzausgleich davon ausgegangen wird, dass alle Länder den gleichen Pro-Kopf-Finanzbedarf zur Sicherstellung gleicher Lebensverhältnisse haben, stellt sich für eine europäische Fiskalunion die Frage, wie dieser Pro-Kopf-Bedarf festzustellen ist. Bekanntermaßen gibt es in der EU-Staaten mit Rekordverschuldung wie Griechenland, Italien und Portugal sowie mittlerweile Frankreich. Diese Staaten haben sich aus unterschiedlichen Gründen mit über 100% ihres Bruttoinlandsprodukts

spätestens seit der Einführung des Euro verschuldet, und ihre Verschuldung hat seit der Wirtschafts- und Finanzkrise eher zu- als abgenommen. Demgegenüber weisen die osteuropäischen Staaten, aber auch Deutschland, Finnland, Malta und die Niederlande in der Eurozone einen niedrigeren Schuldenstand aus, der nach der Wirtschafts- und Finanzkrise abgebaut wurde und im Jahr 2019 die 60%-Staatsschuldenquote des Stabilitäts- und Wachstumspakts wieder erfüllte. Etwas anders sieht die Liste bei den Schulden des Privatsektors aus. Die Höhe der privaten griechischen und italienischen Schulden entspricht in etwa der deutschen, die osteuropäischen Privatsektoren sind etwas höher verschuldet als ihre Staaten, und der luxemburgische und niederländische Privatsektor ist wie der dänische, irische und schwedische mit über 200% rekordverschuldet. Aber welche Bedeutung hat das Verhältnis von staatlicher und privater Verschuldung für die Bewertung der Lebensverhältnisse in der EU, über die der Pro-Kopf-Bedarf festgestellt werden kann?

Setzt man wie in der solidarischen Krankenversicherung eine weit mehr als 100%-Verschuldung mit Krankheit und nicht mit Armut gleich, dann gibt es in der EU kranke Staaten mit krankem Privatsektor wie in Belgien, Portugal, Zypern und in zunehmenden Maße auch Frankreich und Spanien, kranke Staaten mit einigermaßen gesundem Privatsektor wie in Griechenland und Italien, gesunde Staaten mit krankem Privatsektor wie in Dänemark, Irland, Luxemburg und Zypern sowie gesunde Staaten mit einigermaßen gesundem Privatsektor wie in vielen osteuropäischen Staaten und vielleicht auch Deutschland. Bei dieser Einteilung fällt sofort auf, dass eine Gleichsetzung von Schulden mit Armut unangebracht ist: Luxemburger sind pro Kopf sehr reich – gefolgt von Iren, Dänen und Niederländern, aber privat sehr hoch verschuldet. Die Bevölkerung im kranken/kranken Belgien ist genauso reich wie im gesunden/gesunden Deutschland, während Franzosen, Italiener und Spanier am europäischen Durchschnittswert von Reichtum pro Kopf liegen. Demgegenüber befinden sich die gesunden/gesunden osteuropäischen Länder mit Griechenland und Portugal pro Kopf am Ende der Reichtumsskala. Die Gründe sind unterschiedlich, aber strukturell: Staaten sind krank, weil sie entweder auf der Ausgabenseite hohe Kosten durch einen aufgeblähten öffentlichen Sektor haben oder es ihnen infolge einer klientelistischen Steuerpolitik an Einnahmen fehlt. Demgegenüber ist der Privatsektor eher krank, wenn sich der Staat weniger verschuldet. Eine Erklärung ist, dass sich der Privatsektor in einer sicheren Umgebung eines gesunden Staates eher verschuldet, um Wohlstand aufzubauen, während die unsichere Umgebung eines kranken Staates strukturell eher Investitionen in Wachstum und Wohlstand bremst.

VORHANDENE EU-AUSGLEICHSMCHANISMEN

Diese Erklärung wird auch durch die Erfahrungen mit den Instrumenten bestätigt, die in der EU eine

Balance über den Pro-Kopf-Bedarf versuchen herzustellen. Wie in der Krankenversicherung, die einen Schadensausgleich zwischen Gesunden und Kranken, einen sozialen Ausgleich zwischen reichen und ärmeren Einkommen und einen Risikoausgleich zwischen Mitgliedern mit hohem und niedrigeren Krankheitsrisiko vornimmt, gibt es in der EU bereits vergleichbare Ausgleichsinstrumente, um die Mitglieder – die bis auf Polen und Ungarn eine gemeinsame rechtsstaatliche Wertvorstellung teilen – vor Krankheit zu schützen. In der EU arbeiten bereits fünf wichtige Strukturfonds an einem sozialen Ausgleich zur Unterstützung der wirtschaftlichen Entwicklung: der Europäische Fonds für regionale Entwicklung (EFRE), der Europäische Sozialfonds (ESF), der Kohäsionsfonds (KF), der Europäische Landwirtschaftsfonds für die Entwicklung des ländlichen Raums (ELER) und der Europäische Meeres- und Fischereifonds (EMFF). Jede europäische Region kann Fördermittel aus dem EFRE und dem ESF erhalten. Aber nur die weniger entwickelten, also ärmeren Regionen können Mittel aus dem Kohäsionsfonds erhalten. Neuere Untersuchungen zeigen, dass seit der Einführung des Euro die Verschuldung in Staaten, die einen sozialen Ausgleich über die Strukturfonds empfangen, trotz Stabilitäts- und Wachstumspakt überproportional gestiegen ist. Im Vergleich dazu ist die Staatsverschuldung in den Geberländern überproportional gesunken, so dass die Gesamtverschuldung in der Eurozone höher ohne als mit Kontrolle durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt wäre.

Für den Schadensausgleich zwischen Gesunden und Kranken wurde analog der Solidaritätsfonds der Europäischen Union (EUSF) eingerichtet, über den im Falle von großen Naturkatastrophen solidarische Hilfe geleistet wird. Der EUSF wird nicht durch Haushaltsmittel der EU gedeckt und kann bis zu einer Obergrenze von 500 Mio. Euro pro Jahr als Ergänzung der öffentlichen Aufwendungen für Sofortmaßnahmen der betroffenen Mitgliedstaaten mobilisiert werden. Seine Anwendung wurde im Zuge von Corona auf schwere öffentliche Gesundheitsnotstände ausgeweitet. Italien hat bereits einen Antrag im Zuge von Corona gestellt. Auch wenn kein Staat für das Coronavirus verantwortlich gemacht werden kann, deuten die Infektions- und Sterberaten darauf hin, dass das Krisenmanagement der rekordverschuldeten Staaten in der ersten Corona-Phase große Defizite hatte. Schon heute kann deshalb festgehalten werden, dass eine ausgeglichene Einnahme- und Ausgabenseite die Effektivität des Krisenmanagements der ersten Phase nicht gefährdet hat. Im Vergleich dazu wurden in rekordverschuldeten Staaten weder die Versorgung ausreichend optimiert noch umfangreiche Testreihen aufgebaut und Maßnahmen entweder zu spät ergriffen oder zu früh gelockert.

Der Risikoausgleich wird in der Eurozone von der Europäischen Zentralbank betrieben. Während die ursprüngliche Aufgabe von Zentralbanken darin bestand, die Bürger als den Gläubigern über höhere Zinsen vor der Verschuldungsneigung von Staaten zu

schützen, interpretiert die Europäische Zentralbank spätestens seit der Wirtschafts- und Finanzkrise ihre Unabhängigkeit als Risikoversicherung von rekordverschuldeten Staaten gegenüber den internationalen Finanzmärkten, denen mittels einer Nullzinspolitik und dem Aufkauf von Staats- und Unternehmensanleihen der Wind aus den Segeln genommen wird. Zwar mahnt die Europäische Zentralbank immer wieder an, dass ihre Politik der Nullzinsen und dem Aufkauf von Staats- und Unternehmensanleihen den rekordverschuldeten Staaten lediglich Zeit für Strukturreformen verschafft. Jedoch geben die bisherigen Erfahrungen keinen Anlass zur Annahme, dass diese Reformen durch das zusätzliche Ankaufprogramm wahrscheinlicher werden, das von der Europäischen Zentralbank mit einem Volumen von über 1,3 Billionen Euro zur Bekämpfung der Corona-Folgen installiert wurde. Hinzu kommen die Zuschüsse ohne Verpflichtung aus dem Next Generation Fonds, deren Verwendung noch ungewiss ist.

AUF DEM WEG ZU EINER EUROPÄISCHEN FISKALUNION

Zusammengefasst ebnet die gemeinschaftliche Schuldenaufnahme den Weg in eine europäische Fiskalunion, der in der Forschung zur europäischen Integration mit Vertiefung überschrieben wird. Seit dem Vertrag von Maastricht wird diese Vertiefung mit der Einführung einer gemeinsamen Währung, der Übertragung von Kompetenzen in Asyl- und Flüchtlingsfragen und nun mit der Aufnahme gemeinschaftlicher Schulden vorangetrieben. Im Vergleich dazu hat sich die EU trotz Aufwertung des Europäischen Parlaments politisch in Richtung einer zentralistischen Technokratie entwickelt, die zur Lagerbildung zwischen Pro- und Anti-Europäern bei nationalen und europäischen Wahlen beiträgt. Ein nicht unwesentlicher Grund für diese Polarisierung ist das technokratische Krisenmanagement der EU, von dem in der ersten Corona-Phase allerdings wenig zu sehen war. Die offensichtlich überforderte Kommission verpasste dadurch die Chance, mit einer europaweiten Optimierung der Versorgung, dem Aufbau von Testreihen und der Vergleichbarkeit von Infektions- und Sterberaten einen wichtigen Beitrag zu leisten, der den Bürgern zugute gekommen wäre. Trotz Urlaubssaison ist jedoch in der EU nach wie vor unklar, ob die Bekanntgabe von Infektions- und Sterberaten in den Urlaubsländern wirtschaftlichen oder gesundheitlichen Prämissen folgt. Stattdessen hat die Kommission ihre Aufmerksamkeit der zweiten Corona-Phase gewidmet, in der die Corona-Folgen über Rekordausgaben mit gemeinschaftlichen Schulden bewältigt werden sollen.

Der Einstieg in die gemeinschaftliche Verschuldung entspricht nur sehr bedingt dem viel zitierten Marshallplan, der in erster Linie amerikanischen Interessen als Antwort auf den beginnenden Kalten Krieg diente. Dieser sah eine zeitlich befristete Kre-

ditvergabe mit Verpflichtungen vor, denen zufolge die Nehmer den Gegenwert der zugewiesenen Beträge in Sonderfonds einzuzahlen hatten. Später wurden diese als Subventionen eingeordnet, die nicht zurückgezahlt werden mussten. Im Gegensatz dazu gewährt der Next Generation Fonds mehr als die Hälfte der Mittel ohne Verpflichtung. Kurzfristig gedacht ist diese gemeinschaftliche Verschuldung der einfachere Weg gegenüber dem Widerstand, der vor allem in rekordverschuldeten Staaten mit reichem oder durchschnittlich reichem Privatsektor gegen Strukturreformen zu beobachten ist. Ähnlich wie beim Länderfinanzausgleich ist jedoch langfristig davon auszugehen, dass die Asymmetrien zwischen finanzstarken und -schwachen Ländern eher zu- als abnehmen werden. Diese Vermutung wird auch dadurch untermauert, dass die existierenden EU-Ausgleichsmechanismen eines sozialen Ausgleichs, eines Schadens- und Risikoausgleichs die rekordverschuldeten Staaten nicht bewegen konnten, Strukturreformen einzuleiten.

GEFAHREN FÜR DIE EUROPÄISCHE UNION

Aus politikwissenschaftlicher Sicht ist die gemeinschaftliche Verschuldung nicht ohne Gefahren für die EU und vor allem die Kommission. Mit dem Appell an die europäische Solidarität wird nicht nur ein wichtiger Schritt in eine europäische Fiskalunion unternommen, sondern es werden auch hohe Erwartungen bei den von Corona betroffenen Bürgern geweckt. Der Corona-Schock lässt jedoch aus zwei Gründen Zweifel aufkommen, dass eine europäische Fiskalunion den betroffenen Bürgern zugute kommen wird. Vergleicht man erstens die Infektions- und Sterberaten der rekordverschuldeten Staaten mit denen der anderen Staaten, dann war das Krisenmanagement der rekordverschuldeten Staaten in der ersten Corona-Phase ineffektiv, wie sie auch in der zweiten Phase nicht in der Lage sind, die Corona-Folgen selbständig zu bewältigen. Ob die rekordverschuldeten Staaten die Zuschüsse ohne Verpflichtung zu Strukturreformen nutzen, um Asymmetrien abzubauen, oder erneut an die europäische Solidarität appellieren werden, bleibt abzuwarten. Zweitens neigt eine zentralistische Technokratie mit einer (überforderten) Kommission an der Spitze, die ein Vorschlags- und Kontrollmonopol für Rechtsakte ohne elektorales Mandat ausübt, Verantwortung gegenüber der europäischen Integration zu Lasten der Erwartungen der Bürger zu überbetonen. Wenn aber die gemeinschaftliche Verschuldung nur den klammen Staaten und nicht den Bürgern zugute kommen wird, dann dürfte eine mit strategischen Argumenten eingeführte europäische Fiskalunion den euroskeptischen Rechtspopulismus nicht abbauen, sondern eher befördern.