

Priewe, Jan

Article

Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Grenzwerte für Defizite und Schulden in der Kritik

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Priewe, Jan (2020) : Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Grenzwerte für Defizite und Schulden in der Kritik, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 100, Iss. 7, pp. 538-544,
<https://doi.org/10.1007/s10273-020-2701-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/225600>

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.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Jan Prieue

Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Grenzwerte für Defizite und Schulden in der Kritik

Warum eigentlich 3 % und 60 %? Die Auseinandersetzung mit den Grenzwerten für Defizite und Schuldenstände in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zeigt, dass diese politisch willkürlich gesetzt und wenig ökonomisch fundiert sind. Auch ist der Schuldenstand als Grenzwert im Gegensatz zum Haushaltsdefizit ein europäischer Sonderweg. Eine Reform der Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie des Fiskalpakts ist dringend geboten.

Im Maastricht-Vertrag von 1992, im Protokoll Nr. 12, wurde als Obergrenze für Haushaltsdefizite 3 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) festgelegt, für den Schuldenstand eines Mitgliedslandes 60 % („Referenzwerte“). Bei der ersten Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts der EU 2005 wurde dagegen das Hauptaugenmerk auf strukturelle Defizite gelegt, die für jeden Mitgliedstaat der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) spezifisch von der Kommission vorgeschlagen und dann vereinbart wurden – die „Medium Term Budgetary Objectives“ (MTO). Dies sind mittelfristige Zielvorgaben für konjunkturbereinigte Haushaltssalden. Allerdings blieben die Referenzwerte von Maastricht unverändert. Bei genauerem Hinsehen erhielten sie, und hierbei insbesondere der Wert für den Schuldenstand, größere Bedeutung als vorher. Denn das landesspezifische MTO hängt wesentlich vom Schuldenstand ab. Im Fiskalpakt von 2012 wurde den Mitgliedstaaten mit einem Schuldenstand von unter 60 % ein strukturelles Defizit von 0,5 % des BIP gestattet, und von 1 %, wenn der Schuldenstand „signifikant“ unter 60 % liegt. Für Länder mit einem Schuldenstand über 60 % gelten MTO von nahe oder gleich null oder darüber. Dies impliziert erhebliche strukturelle Primärüberschüsse (Ausgaben des Staates ohne Zinsen minus Einnahmen) über einen längeren Zeitraum, die den

© Der/die Autor(en) 2020. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Schuldenstand auf 60 % senken sollen. Damit stellt sich die Frage, wie die vier Grenzwerte, also die beiden Referenzwerte von Maastricht und die Normwerte des Fiskalpakts, 0,5 % bzw. 1,0 %, begründet werden.

Wie die Zahlen in den Maastricht-Vertrag kamen

Im Abschlussbericht der Delors-Kommission, die die Blaupause für Maastricht lieferte (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989), steht weder eine 3 noch eine 60. Von einer Schuldengrenze ist nicht die Rede, wohl aber von Defizitgrenzen. Karl-Otto Pöhl, damals Präsident der Deutschen Bundesbank und einer der einflussreichsten Mitglieder der Delors-Kommission, erwähnte als erster, dass es gut wäre, wenn in Europa die Defizite unter 3 % sanken (James, 2012, 251). Später wurde bekannt, dass die französischen Verhandler des Maastricht-Vertrags die Zahl gewissermaßen aus dem Hut gezaubert hatten.¹ In einer Phase der Verhandlungen hatten die deutschen Unterhändler ins Spiel gebracht, dass nach dem deutschen Grundgesetz in der damaligen Verfassung Defizite in der Größenordnung der öffentlichen Bruttoinvestitionen – seinerzeit etwa 3 %, zulässig waren – abgesehen von einer konjunkturellen Komponente (Dyson und Featherstone, 1999, 411). In einer Stellungnahme der Deutschen Bundesbank (1990) zur Errichtung der Europäischen Währungsunion wird mehrfach auf Haushaltsdisziplin der Mitgliedsländer hingewiesen, aber die Bemerkungen beziehen sich ausschließlich auf Haushaltsdefizite. Von Grenzen für Schuldenstände ist nicht die Rede.² Hans Tietmeyer, neben Theo Waigel und Horst Köhler der wichtigste deutsche Verhandler des Maastricht-Vertrags und auch des Stabilitäts- und Wachstumspakts, berichtete, dass in Maastricht klar war, dass konjunkturelle Flexibilität nötig war, aber

¹ Das fanden Redakteure der Frankfurter Allgemeine Zeitung 2006 heraus (Schubert, 2013).

² Ähnlich eine Stellungnahme von Helmut Schlesinger (1991), damals Vize-Präsident der Deutschen Bundesbank.

Prof. Dr. Jan Prieue war Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin und ist Senior Research Fellow am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung in der Hans-Böckler-Stiftung in Düsseldorf.

dass das strukturelle Defizit bei null liegen sollte (Tietmeyer, 2005, 16 f., 232 ff., 236).

Der Referenzwert von 60 % für den Schuldenstand war etwa der Durchschnitt in der Europäischen Gemeinschaft 1990, damals mit zwölf Mitgliedsländern. Dieser Stand wurde als Obergrenze betrachtet. Nähere Begründungen finden sich nicht. Tietmeyer erwähnt zwar, dass eine innere Logik zwischen 3 und 60 bestünde, wenn man einen Trend beim nominalen BIP von 5 % unterstellt (3 % reales Wachstum, 2 % Inflation). Der Schuldenstand bliebe dann konstant bei 60 %, wenn das Haushaltsdefizit 3 % beträgt. Wäre es so, dann müsste das *durchschnittliche* Defizit 3 % sein – also gerade keine Obergrenze. Tietmeyer nennt dies einen „groben Zusammenhang“, der mehrfach in den Verhandlungen zur Sprache kam. Ausschlaggebend sei aber gewesen, dass man messbare Größen habe, nicht dass es eine „exakte wissenschaftliche Begründung“ gab (Tietmeyer, 2005, 164). Jaques Delors indessen wollte überhaupt keine Zahlen im Vertrag (James, 2012, 252 ff.).³ Fest steht, dass beide Werte besonders von der deutschen Verhandlungsseite gegen Widerstände vor allem aus Frankreich nach langem hin und her durchgesetzt wurden, und zwar in den Verträgen selbst, wenn auch nur in einem Protokoll, das jedoch Bestandteil der Verträge ist (Dyson und Featherstone, 1999, Kap. 9; ähnlich Brunnenmeier, James und Landau, 2016, 56 ff.). Der dezidiert ordoliberalen Tietmeyer war der härteste Verhandler dieser Position in den finalen Absprachen Ende 1991. Ihm war – wie auch Waigel – wichtig, dass eindeutige und leicht messbare Grenzwerte in den Verträgen festgelegt und nur einstimmig verändert werden können (Dyson und Featherstone, 1999, 431).⁴ Der Hintergedanke war sicher ein Vetorecht für Deutschland im Fall einer gewünschten Vertragsänderung. Die Schuldengrenze von 60 % kam erst in einer späten Phase der Verhandlungen im Herbst 1991 in die Vertragsentwürfe.

Seit langem besteht Konsens, dass konjunkturelle Defizite Konjunkturschwankungen dämpfen und als automatische Stabilisatoren hinzunehmen sind. Dazu braucht man etwa 3 Prozentpunkte Schwankungsbreite, wenn das nominale BIP vom Hoch bis zum Tief um etwa 6 Prozentpunkte fällt (Price, Dang und Botev, 2015). In sehr schweren Krisen könnte es noch mehr sein. Bei langfristig ausgeglichenem Haushalt wäre dann ein 3 %-Defizit die Obergrenze, aber der Schuldenstand würde in Richtung null sinken. Nur wenige Ökonomen würden dem Nobelpreisträger James Buchanan folgen, der für ein Schuldenverbot für Regierungen eintrat (Tempelman, 2007).

3 Delors forderte ein auf 3 % des Eurozonen-BIP steigendes Europäisches Budget.

4 Noch im Frühjahr 1991 war die Mehrheit der Unterhändler aus anderen Ländern dafür, Referenzwerte im europäischen Sekundärrecht zu fixieren (Dyson und Featherstone, 1999, 413).

3 und 60 sind also kein stimmiges Zahlenpaar. Die Grenze für Neuverschuldung und die für den Bestand an Schulden passen nicht zueinander. Zudem geht es nicht nur um die unzulängliche Begründung für die 60 %-Grenze, sondern auch um eine fehlende Untergrenze, wenn man einen Schuldenstand von null als Option ausklammert. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Werte mehr oder minder willkürlich gewählt wurden, jedenfalls kamen sie nicht nach gut durchdachten ökonomischen Kriterien zustande. Tietmeyer ging es um den Paradigmenwechsel von der Globalsteuerung zur Angebotspolitik (Tietmeyer, 2005, 151). Die Begründungen für die Referenzwerte sind geradezu erschreckend dürftig. Erstaunlich ist auch, dass es seit 28 Jahren so gut wie keine Versuche gab, die Kriterien infrage zu stellen (Priewe, 2020). Allerdings gab es anfänglich geharnischte Kritik an den Grenzwerten, und zwar aus unterschiedlichen theoretischen Strömungen (Pasinetti, 1998; Buiter, Corsetti und Roubini, 1993; Godley, 1992). De Grauwe (2016, 146 f.) schreibt nun schon in der 11. Auflage seines Lehrbuchs zur EWWU zum 60 %-Schuldenkriterium: „The rule is quite arbitrary ...“. Er führt zwei Gründe an: wenn der Schuldenstand bei 60 % stabilisiert werden soll, warum bei 60 %? Ferner, weil das Wachstum in den Mitgliedstaaten unterschiedlich ist, müssten Schuldenstände oder die Defizite folglich auch unterschiedlich sein. Thygesen, Vorsitzender des European Fiscal Board (2019, 92), schrieb jüngst in einem Gutachten im Auftrag des früheren Kommissionspräsidenten Juncker: „The 60 % of GDP debt reference value requires more discussion. This norm is, indeed, to a large degree arbitrary, although not obviously unreasonable in the light of both economic analysis and documented experience.“ Thygesen war als Mitglied der Delors-Kommission 1988 bis 1989 einer der Väter des Euro. Das European Fiscal Board beklagt, dass das Schuldenkriterium heute für die Länder mit Schulden unter 60 % fast bedeutungslos geworden sei, während die sieben Mitgliedstaaten mit hohen Schulden kaum Chance haben, es zu erreichen. Vorgeschlagen wird, das Kriterium entweder zu streichen oder das Tempo der Reduktion länderspezifisch zu differenzieren (European Fiscal Board, 2019, 92f.).

Versuche zur Legitimierung der 60 %-Regel

Die EU-Kommission hat in verschiedenen Veröffentlichungen versucht, die 60 %-Regel mit „fiskalischer Nachhaltigkeit“ zu begründen.⁵ Darunter wird kurzerhand die „Solvenz“ des öffentlichen Sektors verstanden, analog zu Firmen, jedoch vermittelt über Kapitalmärkte als Quasi-Schiedsrichter (EU-Kommission, 2016).⁶ Dazu wurden drei Nachhaltigkeitsindikatoren gebildet, S0, S1 und S2. S0 bündelt 25 Kurzfrist-Frühindikatoren, zwölf Fiskalindikatoren und 13 Indikatoren für das Finanzsystem insgesamt. Der Schuldenstand des

5 Ausführlich hierzu Priewe (2020, 16-56).

6 Solvenz haben die Autoren vorsichtshalber in Anführungsstriche gesetzt.

Staates ist nur einer der 25 Indikatoren. S1 soll ein mittelfristiger Indikator für fiskalische Nachhaltigkeit sein. Er zeigt den strukturellen Primärsaldo der Mitgliedstaaten für die folgenden fünf Jahre, der notwendig ist, damit bis 2030 der Schuldenstand von 60 % erreicht werden kann. Die Zahl 60 wird also als Norm vorausgesetzt, jedoch nicht begründet. Der Indikator S2 hat einen unendlichen Zeithorizont und errechnet das Wachstum der Staatsschulden unter der Annahme, dass die gegebene Schuldenlast stabilisiert wird. Zukünftige Lasten aus Gründen der Altersvorsorge werden bei S1 und S2 unter der Prämisse, dass keine Politikänderungen erfolgen, wie implizite Staatsschulden behandelt. Indikator S1 wird mit Verweis auf den Referenzwert der Verträge als der wichtigste dargestellt. Die Ergebnisse der Berechnungen würden sich gravierend ändern, wenn Politikänderungen hinsichtlich der Altersvorsorge einbezogen und verschiedene Varianten von Zins und Wachstum berücksichtigt würden.

Vielfach wird die Konzeption intertemporaler Budgetrestriktionen benutzt, um fiskalische Nachhaltigkeit zu begründen. Dabei wird unterstellt, dass der nominale Zinssatz auf Staatsschuld (r) zwingend über der nominalen BIP-Wachstumsrate (g) liegen muss, weil ansonsten Ponzi-Finanzierung drohen würde. Folglich ist ein permanenter Primärüberschuss notwendig, wenn man der Logik der Domar-Gleichung folgt.⁷ Eine Ableitung eines kritischen Wertes von 60 % ist in dieser Konzeption allerdings nicht möglich. Blanchard et al. (1990) hatten in ähnlicher Weise begründet, dass unter der Bedingung $r > g$ ein primärer Haushaltsüberschuss früher oder später notwendig ist. Andere Konstellationen von r und g wurden als „theoretisches Kuriosum“ ausgeklammert. Da Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen nur begrenzt möglich sind und politische Widerstände mit steigender Steuerquote steigen, könne die Schuldenquote nur begrenzt steigen. Allerdings könne kein kritischer Wert abgeleitet werden. Ostry, Ghosh und Espinoza (2010) vom IWF hatten in einem theoretischen Modell, das dann empirisch mit Daten aus vielen Ländern getestet wurde, zwar kritische Werte gefunden, aber die Bandbreite der Werte war groß, teilweise lagen sie weit über 60 %. Dabei wurden mit diversen Annahmen Reaktionsfunktionen hinsichtlich des Verhaltens der Akteure an den Kapitalmärkten bei Schuldenerhöhungen geschätzt. Die Rating-Agentur Moody's hat das Modell sofort übernommen, im Gegensatz zur offiziellen Leitlinie des IWF (2011), der generelle Grenzwerte für Staatsschulden ablehnt.

⁷ $s_t - s_{t-1} = [(r - g) / (1 + g)] s_{t-1} - p_t$. Da der Nenner $1 + g$ meist nahe 1 liegt, wird die Gleichung häufig ohne den Nenner als Approximation dargestellt. Auf der linken Seite der Gleichung steht die Neuverschuldung, dargestellt als Veränderung der Schuldenquote s in Periode t gegenüber $t-1$; r und g sind der nominale Zinssatz auf Staatsschulden und das nominale BIP-Wachstum, p ist der Primärsaldo relativ zum BIP. Die Gleichung kann durch Verwendung von Realzins und realem Wachstum sowie der Inflationsrate modifiziert werden (Domar, 1944).

Verbreitete politökonomische Auffassungen argumentieren, dass in einer Währungsunion mit verschiedenen Nationalstaaten, d. h. ohne Zentralstaat, Fiskaldisziplin regelbasiert und sanktionsbewehrt institutionalisiert werden muss. Moral Hazard einzelner Länder mit laxer Fiskaldisziplin könne Überschuldung und Spillover-Effekte entstehen lassen, die die Gemeinschaft der Länder schädigen und zum „bail-out“ nötigen. Da es keine Wechselkurse mehr gibt, die Risiken einzelner Länder einpreisen, und kein Zentralstaat mit Gewaltmonopol existiert, sei die Disziplinierungsfunktion der Kapitalmärkte unbedingt notwendig, in Verbindung mit gemeinsamen Fiskalregeln. Häufig wird dabei nicht klar zwischen Haushaltsdefiziten (Stromgröße), die inflationär oder deflationär wirken können, und Schuldenständen (Bestandsgröße), die preisniveauneutral sind, unterschieden. Für Haushaltssalden sind in der Tat gemeinsame Regeln erforderlich, mehr noch, es wurde in der EWWU versäumt, den Mitgliedstaaten die Aufgabe zur Inflationsvermeidung bei der nationalen Inflationsrate zuzuordnen. Das entsprechende Konvergenzkriterium wurde nach Beitritt zur EWWU fallengelassen, trotz Wegfall nationaler Geldpolitik. Was die Kapitalmarktakteure als Disziplinierungsagenten angeht, so hatte schon die Delors-Kommission vor den Unwägbarkeiten von Kapitalmärkten gewarnt.

Häufig wird unter Bezug auf einen Fiskalföderalismus wie in den USA behauptet, in föderalen Systemen hätten untergeordnete Gebietskörperschaften nur geringe oder gar keine fiskalischen Handlungsspielräume. Daher seien entsprechende Einschränkungen in der EWWU bei den Mitgliedstaaten gerechtfertigt. Das Argument wäre nur überzeugend, wenn es in der EWWU einen Zentralstaat mit Fiskalkapazität, einschließlich Verschuldungsoption, gäbe. Für eine fiskalische Konföderation wie die EWWU ist das Argument unzutreffend.

Schließlich wird häufig auf die Gefahr fiskalischer Dominanz hingewiesen, welche die Geldpolitik und die Unabhängigkeit der Zentralbank untergrabe, sodass hohe Schuldenstände präventiv zu begrenzen seien. Dem ist zu entgegnen, dass konstitutionelle Begrenzungen der Fiskalpolitik der Nationalstaaten die Prädominanz der Europäischen Zentralbank (EZB) stärken und geradezu monetäre Dominanz statt fiskalischer entstehen kann, sodass die Geldpolitik fiskalische Aufgaben übernehmen muss. Es kommt vielmehr auf eine kluge Abstimmung von Geld- und Fiskalpolitik an.

Konsens über Staatsverschuldung

In der umfangreichen theoretischen und empirischen Forschung über Staatsverschuldung herrscht, trotz großer Unterschiede, auch viel Einvernehmen (Holtfrerich et al., 2015):

- es gibt keine eindeutige kritische Grenze der Schuldenquote (außer wenn Länder in Fremdwährung verschul-

det sind), jenseits derer staatliche „Insolvenz“ droht oder das Wirtschaftswachstum nachlässt; aber

- ständiges Ansteigen des Schuldenstandes (relativ zum BIP) kann unter bestimmten Umständen die Zins-Steuer-Quote so stark steigern, dass primäre Staatsaufgaben vernachlässigt werden oder der Schuldendienst gefährdet wird, woraus „Überschuldung“ folgen kann;
- es gibt keinen systematischen Zusammenhang von Inflation und Schuldenstand, wohl aber zwischen Haushaltsdefiziten und Inflation oder auch Deflation;
- Staatsschulden müssen nicht final getilgt werden wie private Schulden, sondern sie können durch Emission neuer Anleihen zurückgezahlt werden – was in allen OECD-Ländern die Regel ist;
- die Veränderung des Schuldenstandes eines Landes hängt maßgeblich von drei Faktoren ab: er steigt mit dem durchschnittlichen nominalen Zins auf die Schulden, er fällt je höher das nominale Wirtschaftswachstum und der Primärsaldo sind. Ein hoher Primärsaldo kann allerdings negative Rückwirkungen auf das Wachstum haben. Daraus folgt: liegt der Zins über der Wachstumsrate, steigt der Schuldenstand eines Landes, sofern er nicht durch einen Primärüberschuss stabil gehalten wird. Liegt der Zins unter der Wachstumsrate, kann der Schuldenstand selbst bei einem kontinuierlichen Primärdefizit stabil gehalten werden. r größer oder kleiner g – das ist die Kernfrage. Diese Analyse beruht auf der Domar-Gleichung.

Wenn dies grosso modo Konsens unter jenen Ökonomen ist, die sich mit dem Thema befassen, dann steht dem Konsens das komplexe EWWU-Regelwerk mit den vier festen Grenzwerten entgegen.

Die Schuldenstände in der Eurozone

Abbildung 1 zeigt den Schuldenstand in zwei Ländergruppen, jenen mit einem Schuldenstand über 60 % und jenen darunter, bezogen auf das Jahr 2019. Mehr als die Hälfte des BIP der Eurozone wird in den sieben Ländern mit hohen Schulden erbracht, dies sind etwa 70 % der gesamten Staatsverschuldung in der Eurozone. 2019 lag die Schuldenquote bei 113 % des BIP dieser Gruppe, im Gegensatz zu 55 % in der Gruppe der zwölf Länder mit niedrigeren Schulden. Der Rückgang der durchschnittlichen Quote kam nur durch letztere Gruppe zustande, bei den sieben hochverschuldeten Ländern gibt es seit dem Gipfel im Jahr 2014 kaum Veränderung. Durch den starken Rückgang der Schuldenquoten in den zwölf weniger verschuldeten Ländern polarisiert sich die Eurozone zunehmend in zwei Gruppen.

Ist es nun möglich und sinnvoll, dass die sieben stark verschuldeten Länder in absehbarer Zeit zur Maastricht-Räson von 60 % kommen? Der EU-Fiskalpakt fordert von ihnen, jährlich etwa ein Zwanzigstel der Differenz zu 60 zu reduzieren. Für Italien wären es jährlich 3,5 Prozentpunkte, für Frankreich 2,0 Prozentpunkte. Dafür sind hohe Primärüberschüsse erforderlich. Selbst wenn 20 Jahre hart gespart würde, ähnlich wie es Griechenland auferlegt wurde, wird es wahrscheinlich nicht reichen. Erstens wirkt eine substanzuelle Erhöhung des Primärsaldos kurzfristig kontraktiv. Zweitens bleibt die kontraktive Wirkung auch nach Erreichen des Primärüberschusses in gewissem Maße erhalten, ähnlich wie bei einer restriktiven Geldpolitik. Es wird dann zwar nicht mehr zusätzlich bei Ausgaben gespart (oder Einnahmen erhöht), aber der eng geschnallte Gürtel behindert die Bewegungsfreiheit kontinuierlich. Wenn dadurch das Wachstum gebremst wird, könnte sogar der Schuldenstand noch weiter steigen („Schuldenparadoxon“). Die herrschende Meinung über den „fiscal stance“ ignoriert den zweiten kontraktiven Effekt, den dauerhaften. Er wirkt über die Nachfrageseite, aber insbesondere auch über die Angebotsseite – weniger öffentliche Güter, etwa bei Infrastruktur, Bildung oder Forschung und Entwicklung bremsen das Wachstum, verfestigen die Arbeitslosigkeit und entwerten Humankapital (Hysteresis). Unproblematisch ist jedoch selbst ein hoher Primärüberschuss, wenn die Privatwirtschaft kräftig wächst, wodurch es zu höheren Steuereinnahmen kommt, ohne dass Ausgaben gekürzt oder Steuersätze erhöht werden müssen.

Häufig wird auf „Strukturenreformen“ verwiesen, die eben ein solches Wachstum hervorrufen sollen. Das ist aber nur das Label einer „black box“, denn darunter können verschiedenste Maßnahmen verstanden werden. Und viele ernsthafte Strukturreformen, wie bei Bildung und Ausbildung oder Forschung, brauchen mehr staatliche Finanzierung. Wird zulasten der Löhne und Gehälter oder Renten gespart, drohen deflationäre Risiken. Diese würden wohl zunehmen, wenn die zahlreichen Vorgaben der EU-Kommission zu MTO und Ausgabenregeln verschärft und tatsächlich eingehalten würden, um die Forderungen des Fiskalpakts zu erfüllen.⁸

Schauen wir nun auf die Gruppe der Länder mit geringeren Schulden. Bei ihnen würde der Schuldenstand (s) bei 3 % Wachstum des BIP (g) und 1,0 % dauerhaftem Defizit (d) zu einem Gleichgewicht von 33 % konvergieren ($s^* = d^*/g^* = 1/3$). Niemand hat auch nur versucht nachzuweisen, dass das „optimal“ sei. Nehmen wir noch die deutsche Schuldenbremse dazu, 2009 beschlossen: sie gesteht dem Bund ein strukturelles Defizit von nur 0,35 % des BIP zu, den Ländern einen stets strukturell ausgeglichenen Haushalt. Bei 3 % Wachstumstrend konvergiert der Schuldenstand zu einem Gleichgewichtswert von 11,7 % ($s^* = 0,35/3$) des BIP. Die

⁸ Vgl. die „fiscal hawk“-Sichtweise der Deutschen Bundesbank (2017).

Logik der Schuldenbremse hat dazu geführt, dass manche einstige Auguren der Schuldenbremse nun die Staatsverschuldung durch die Hintertür wiederentdecken, in staatlichen Sonderhaushalten außerhalb des Geltungsbereichs der Schuldenbremse. Wegen diverser rechtlicher und institutioneller Probleme ist das nur eine zweitbeste Lösung, insbesondere für Länder und Gemeinden.

Nimmt man an, dass früher oder später die gesamte Ländergruppe mit geringeren Schulden das erlaubte strukturelle Defizit von 1 % des BIP in Anspruch nimmt, zugleich aber ein konjunktureller Puffer von 3 Prozentpunkten notwendig ist, dann müsste der Referenzwert angehoben oder die konjunkturelle Flexibilität beschränkt werden. Der Puffer ist ohnehin geringer als in anderen Ländern, da ausschließlich auf automatische Stabilisatoren gesetzt wird, denn diskretionäre Maßnahmen werden, abgesehen von sehr schweren Krisen, seitens der Kommission als strukturell klassifiziert. Es bleibt bei dem Paradox, dass nur bei einem strukturellen Defizit von null der Konjunkturpuffer ausreichend ist und die 3 %-Grenze eingehalten werden kann – aber bei einer langfristigen Schuldenquote von null, die einem vollständigen Kreditverbot des Staates gleichkäme. Selbst wenn man dies als Extremfall ansieht, ist die Kombination von 1 % gestattetem strukturellen Defizit und dem daraus resultierenden Schuldenstand von 12 % oder 33 % unter realistischen Annahmen (3 % nominaler Wachstumstrend) schwer zu legitimieren, insbesondere bei hohem Bedarf an öffentlichen Investitionen.

Da seit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts von 2005 und verschärft durch den Fiskalpakt von 2011 Grenzwerte für den strukturellen Haushaltssaldo (MTO) als wichtigste operationale Leitgrößen hinzugekommen sind, ist die Berechnung von Potenzialwachstum und Output-Lücken von zentraler Bedeutung. Die Kritik der Schätzmethoden weist systematische gravierende Fehlbewertungen nach, während die Verfechter des Status quo das Problem als geringfügig einschätzen.⁹

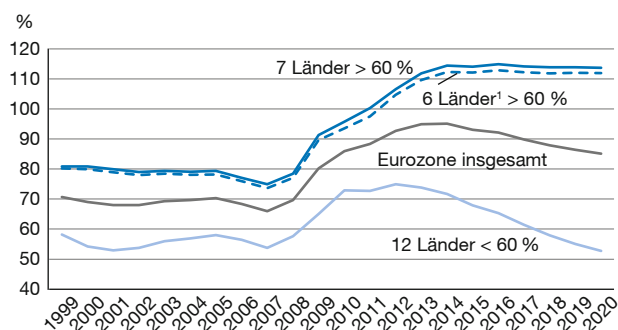
Die Zins-Wachstums-Relation

Bis zur Finanzkrise war der Zins im Trend etwa einen Prozentpunkt größer als das Wachstum, jedenfalls in den meisten Ländern. Konstellationen mit $r < g$ widersprächen Grundannahmen der neoklassischen Kapital- und Wachstumstheorie (Blanchard et al., 1990). Nicht beachtet wurde, dass Staatsanleihen in OECD-Ländern (in eigener Währung denominiert) weitgehend risikofrei sind und dass die Zinserträge zudem teilweise besteuert werden. Daher ist $r = g$ oder $r < g$ keineswegs ein Kuriosum, wie Blanchard (2019) auch zugestand. Die EU-Kommission wie auch viele ande-

⁹ Vgl. anstelle vieler anderer Heimberger, Huber und Kapeller (im Erscheinen); Buti et al. (2019).

Abbildung 1 Staatsschulden in der Eurozone

in % des BIP, gewichtet mit dem Anteil der jeweiligen Ländergruppe am gesamten BIP der EWWU



¹ ohne Griechenland.

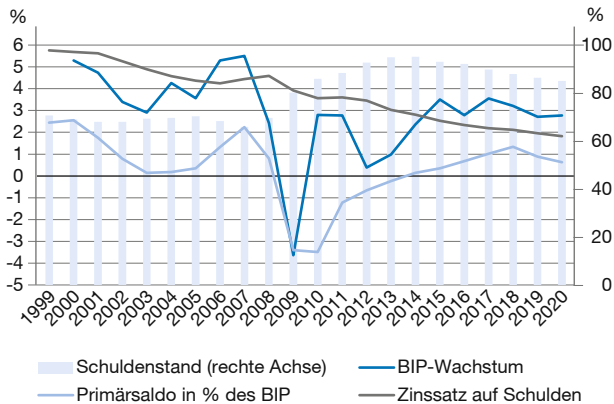
Quelle: AMECO; eigene Berechnungen. Für 2019 und 2020 Schätzungen der EU-Kommission.

re, etwa EZB-Autoren (Checherita-Westphal, 2019), nahmen das Regime $r > g$ wie ein Naturgesetz hin, als wären beide Variablen von unsichtbaren Händen fixiert.

In den USA galt $r < g$ in der übergroßen Mehrzahl der Jahre seit 1950 (Blanchard, 2019). Es spricht viel dafür, dass zur ungünstigen Konstellation in der Eurozone just der Maastricht-Vertrag, der Fiskalpakt und der Stabilitäts- und Wachstumspakt mit unnötiger Restriktion beitrugen. Schon kleine Verbesserungen der Zins-Wachstums-Differenz hätten erhebliche positive Auswirkungen. Zur günstigeren Situation in den USA trug einerseits das höhere Wirtschaftswachstum infolge aktiverer Fiskalpolitik und stärkerem Bevölkerungswachstum bei. Andererseits war im historischen Trend auch der „implizite Zins“ auf Staatsschulden (Durchschnitt der Zinssätze auf alte und junge Staatsanleihen) niedriger, vor allem infolge eines einheitlichen und sehr liquiden globalen Bond-Marktes. In Europa ist der Markt für Staatsanleihen nach Mitgliedsländern fragmentiert. Staatsanleihen der Mitgliedstaaten sind wegen einer fehlenden Notfall-Versicherung durch die EZB oder den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) nicht gegen „sudden-stop“-Risiken oder das Auftauchen von multiplen Gleichgewichten (gute und schlechte) gewappnet. In den meisten anderen OECD-Ländern würde die Zentralbank nicht zulassen, dass die Schulden des Staates notleidend werden können oder hohe Spreads entstehen. Die spezielle Situation in der Eurozone kann zu einer Risikoprämie auf den Zins kritischer Länder führen, die das „Redenominierungsrisiko“, d. h. das Risiko eines Exits mit nachfolgender Abwertung in eigener Währung reflektiert, ebenso wie ein überdurchschnittlich negativer Zins eine Prämie wegen eventueller Aufwertung inkludiert.

Seit der Finanzkrise hat sich das Verhältnis von Zins und Wachstumsrate gedreht. Der implizite Zinssatz auf Staats-

Abbildung 2
Schuldenstand, Primärsaldo, impliziter Zinssatz und nominales BIP-Wachstum in der Eurozone



Quelle: AMECO; eigene Berechnungen. Für 2019 und 2020 Schätzungen der EU-Kommission.

anleihen ist in der Eurozone seit 2015 unter die Wachstumsrate des BIP gerutscht (vgl. Abbildung 2), in Deutschland schon seit 2012, und hier stärker als anderswo. Er wird noch weiter sinken, weil es lange dauert, bis frühere hochverzinsten Anleihen auslaufen und dann durch niedrig verzinsten ersetzt werden. Deutschland konnte im Herbst 2019 eine 30-jährige Anleihe zum Zins von null emittieren. Selbst wenn die EZB die Leitzinsen sofort erhöhen würde, dauert es sehr lange, bis ein relevantes Zinsänderungsrisiko voll auf den impliziten Zins durchschlägt. Schon in der Vergangenheit hat das häufig länger als zehn Jahre gedauert. Der implizite Zins im Durchschnitt der Eurozone lag 2019 bei 2,2%, Tendenz sinkend. Die Wachstumsrate war gut einen Prozentpunkt höher – seit 2015 befindet sich Deutschland in einer neuen Zins-Wachstums-Konstellation.

Schlussfolgerungen

Dass ein Schuldenstand von 60% des Bruttoinlandsprodukts eine magische Grenze darstellt, jenseits derer die „Solvenz“ der Mitgliedstaaten bedroht ist, ist ein Mythos – mit negativen Folgen. Er fordert rasche Schritte zur Schuldenreduktion in Ländern mit deutlich höheren Schulden und erzwingt mitunter jahrzehntelange fiskalische Austerität in Ländern mit hohem Schuldenstand. Erstaunlicherweise ist der Schuldenstand zum wichtigsten Ziel der Fiskalpolitik avanciert, obwohl er anfänglich in der Währungsunion eine untergeordnete Rolle spielte. Seit dem Ende des zweiten Weltkriegs fiel kein Industrieland, was den Zentralstaat betrifft, in Zahlungsunfähigkeit. Einzige Ausnahmen waren Island 2005, aber dort handelte es sich um eine riskante Verschuldung in Fremdwährung – und Griechenland, Opfer einer mangelhaft ausgestalteten Europäischen Währungsunion.

Tabelle 1
Zinslastquoten und Zinsen auf Staatsschulden in der Eurozone

	Zinslast/ BIP	Impliziter Zins (Angaben in %)	Schulden- quote	Langfris- tiger Zins 2019/2020
Eurozone 2019	1,7 (2,9) ^a	2,0	86,4 (147,4) ^a	1,1 (2018)
Eurozone 2007	2,9	4,4	62,2	4,3
Deutschland 2019	0,85 (2,7) ^a	1,4	59,2 (188,0) ^a	-0,7 ^b
Deutschland 2007	2,70	4,2	64,0	4,2
Italien 2019	3,5 (4,7) ^a	2,6	136,2 (182,9) ^a	1,1 ^b
Italien 2007	4,7	4,7	103,9	4,5
USA 2019	3,9 (4,1) ^a	3,8	110,8 (116,5) ^a	0,8 ^b
USA 2007	4,1	6,6	64,6	4,6

Anmerkungen: in Klammern: ^a hypothetische Werte für Schuldenstand 2019 bei Zinslastquote wie 2007 und impliziter Zins wie 2019; ^b 10-jährige Staatsanleihen, www.worldgovernmentbonds.com (8. März 2020).

Quellen: AMECO; www.worldgovernmentbonds.com (8. März 2020); eigene Berechnungen.

Berücksichtigt man die gesunkene Zinslast in den öffentlichen Haushalten der Eurozone, die geringeren impliziten Zinsen und die niedrigen Zinsen für neue langfristige Anleihen, dann ist die Zinslast trotz eines Schuldenstandes von 86% in der Eurozone (2019) um 41% niedriger als 2007 bei einem geringeren Schuldenstand von damals 70,7%. Wäre die Zinslast 2019 so hoch wie 2007, also vor der Finanzkrise (2,9%), könnten 2019 mit der gleichen Zinslast wie 2007 Schulden in Höhe 147% des BIP der Eurozone getragen werden (vgl. Tabelle 1).

Dies macht deutlich, dass der Bruttoschuldenstand eine geradezu irreführende Größe für die Schuldenlast geworden ist. Länder mit einem Schuldenstand von weit über 60% können 2020 die Schuldenlast viel besser tragen als geringere Schulden in der Zeit vor der Finanzkrise. Italiens Zinslastquote war 2019 3,5% des BIP, nicht mehr 4,7% wie 2007, obwohl die Schuldenquote seither um 32 Prozentpunkte gestiegen ist. Viel wichtiger als der Schuldenstand ist, dass Italien wieder zu Wachstum kommt und zu diesem Zweck auch Infrastrukturinvestitionen per Kredit finanzieren kann, und zwar zu einem niedrigen Zins (1,4% im Dezember 2019, 1,8% am 16. April 2020). Deutschland könnte heute mit der Zinslastquote von 2007 eine riesige Staatsverschuldung tragen. In den USA ist die Zinslast seit 2007 nur geringfügig gesunken, aber die Schulden sind um 46 Prozentpunkte gestiegen – und das Wachstum des BIP ist bedeutend stärker als in der Eurozone. Dies heißt keineswegs, dass die in der Tabelle 1 dargestellten Handlungsspielräume so expansiv genutzt werden sollten wie in den USA. Es bedarf einer sorgfältigen Abwägung. Die Tabelle zeigt, dass das Kriterium Schuldenstand, was auch immer der Grenzwert ist, für sich allein wenig hilfreich ist. Es bedarf eines komplexeren Kriterienbündels.

Die „3 und 60“-Doppelregel der EU engt die fiskalpolitischen Spielräume massiv ein.

Protokoll 12 der Europäischen Verträge mit den Referenzwerten 3 und 60 kann im vereinfachten Verfahren bei Einstimmigkeit im Europäischen Rat geändert werden. Die Regeln waren von Anfang an Irrlichter, und sind es umso mehr, wenn die Zinsen niedriger als das Wachstum sind. Die Werte durch neue und ebenso starre zu ersetzen, wäre nicht hilfreich. Entscheidungen über die gewünschte Schuldenquote eines Landes sind wesentlich komplizierter und müssen insbesondere die mittelfristig zu erwartende Zins-Wachstums-Relation, Zinslasten sowie langfristige Zinsänderungsrisiken berücksichtigen. Dass dabei einheitliche Regeln für alle Länder, dazu noch als „Ewigkeitsregeln“ in Stein gemeißelt, nicht zielführend sind, dürfte auf der Hand liegen.

Im Zuge der großen Finanzkrise und der anschließenden „double-dip“-Rezession in der Eurozone stiegen die Schuldenstände der sieben Euroländer mit hohen Schulden um 40 Prozentpunkte, der Länder mit niedrigeren Schulden um etwa 20 Prozentpunkte (vgl. Abbildung 1). Infolge der erwarteten Corona-Rezession wird es abermals einen Schub geben, sicher nicht unter 10 Prozentpunkten. Die Gruppe der hochverschuldeten Länder wird sich dann sehr, sehr weit von der Obergrenze von 60% entfernen. Die Regel des Fiskalpakts anzuwenden, dass pro anno ein Zwanzigstel der Differenz zu 60% zu reduzieren sei mithilfe von strukturellen Primärüberschüssen, wird nicht länger zu halten sein. Die empirische Forschung lehrt, dass sehr hohe Primärüberschüsse nicht durchzuhalten sind und erfahrungsgemäß ökonomisch kontraproduktiv sind, von politischen Widerständen – oder gar einer politischen Zerreißprobe in der EWWU – ganz abgesehen (Panizza und Presbitero, 2013). Man muss kein Prophet sein: der Fiskalpakt und der Referenzwert von 60% im Protokoll 12 des Maastricht-Vertrags sind nicht zu halten. Theoretisch waren sie nie standfest.

Literatur

- Blanchard, O., J.-C. Chouraqui, R. P. Hagemann und N. Sartor (1990), The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, *OECD Economic Studies*, Nr. 15.
- Blanchard, O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.

- Brunnermeier, M. K., H. James und J.-P. Landau (2016), *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton und Oxford.
- Buiter, W., G. Corsetti und N. Roubini (1993), Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht, *Economic Policy*, 8(16), 57-100.
- Buti, M., N. Carnot, A. Hristov, K. Mc Morrow, W. Roeger und V. Vandermeulen (2019), Potential output and EU fiscal surveillance, VOX CEPR Policy Portal, 23. September, <https://voxeu.org/article/potential-output-and-eu-fiscal-surveillance> (20. Februar 2020).
- Checherita-Westphal, C. (2019), Interest rate-growth differential and government debt dynamics, *Economic Bulletin der EZB (Box)* (2).
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), Report on economic and monetary union in the European Community, o.O., http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf (20. Februar 2020).
- De Grauwe, P. (2016), *Economics of Monetary Union*, 11. Aufl., Oxford.
- Deutsche Bundesbank (1990), Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zur Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht, Oktober, 41-45.
- Deutsche Bundesbank (2017), Zur Ausgestaltung und Umsetzung der europäischen Fiskalregeln, Monatsbericht, Juni, 29-45.
- Domar, E. (1944), The Burden of the Debt and the National Income, *The American Economic Review*, 34(4), 798-827.
- Dyson, K. und K. Featherstone (1999), *The Road to Maastricht. Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford.
- EU-Kommission (2016), Fiscal Sustainability Report 2015, Institutional Paper (018), Januar, Brüssel, 22.
- European Fiscal Board (2019), Assessment of the EU fiscal rules with a focus on the six- and two-pack legislation, Brüssel.
- Godley, W. (1992), Maastricht and All That, *London Review of Books*, 14(19) vom 8. Oktober.
- Heimberger, P., J. Huber und J. Kapeller (im Erscheinen), The power of economic models: The case of the EU's fiscal regulation framework, *Socio-economic review*, Oxford.
- Holtfrerich, C.-L., L. P. Feld, W. Heun, G. Illing, G. Kirchgässner und J. Koc-säcker (2015), *Staatsschulden: Ursachen, Wirkungen und Grenzen*, Berlin.
- IWF (2011), Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Debt Sustainability Analysis, 11. August, Washington DC.
- James, H. (2012), *Making the European Monetary Union*, London.
- Ostry, J., A. R. Ghosh und R. Espinoza (2010), Fiscal Space, IMF Staff Position Note 10/11, International Monetary Fund, Washington.
- Panizza, U., und A. F. Presbitero (2013), Public Debt and Economic Growth in Advanced Countries: A Survey, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 149(II), 175-204.
- Pasinetti, L. (1998), The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht 'parameter', *Cambridge Journal of Economics*, 22(1), 103-116.
- Price, W. R., T.-T. Dang und J. Botev (2015), Adjusting Fiscal Balances for the Business Cycle: New Tax and Expenditure Elasticity estimates for OECD-Countries, ECO/WKP(2015)93, OECD Paris.
- Priewe, J. (2020), Why 60 and 3 percent? European debt and deficit rules – critique and alternatives, IMK Study (66), Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.
- Schlesinger, H. (1991), Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion in Europa, *Wirtschaftsdienst*, 91(5), 232-238.
- Schubert, C. (2013), Wie das Maastricht-Kriterium im Louvre entstand, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. September, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/3-prozent-defizitgrenze-wie-das-maastricht-kriterium-im-louvre-entstand-12591473.html> (8. Mai 2020).
- Tempelman, J. H. (2007), James M. Buchanan on Public-Debt Finance, *The Independent Review*, 11(3), 435-449.
- Tietmeyer, H. (2005), *Herausforderung Euro. Wie es zum Euro kam und was er für Deutschlands Zukunft bedeutet*, München, Wien.

Title: *A Critique of the Caps on Deficits and Debt in the European Monetary Union*

Abstract: *The reference values for public deficits and debt came into the Maastricht Treaty more or less by coincidence. Later attempts to justify them in terms of economic theory failed. The values narrow fiscal space for member states with high debt and tend to create debt levels that are too low in the others, thereby polarising the 19 member states in two groups. Fiscal policy can hardly support monetary policy, which is stuck at the zero lower bound. This serves as an inherent contractionary bias for fiscal policy in the European Monetary Union. To confront the prospect of lower interest than growth rates, the caps should be discarded.*

JEL Classification: E43, E62, H62, H63