

Bodo Herzog* und Marlene Ferencz** Disziplinierung ohne politische Diskriminierung: Warum es Marktkräfte in der Währungsunion bedarf!



Bodo Herzog



Marlene Ferencz

Die Debatte über die Zukunft der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist in vollem Gang. Nach der Europarede des französischen Präsidenten an der Universität Sorbonne und den Vorschlägen der Kommission vom 6. Dezember 2017 sind erste Reformpfade beschrieben (vgl. Herzog 2018). Auch die Bundeskanzlerin hat nach langer Zurückhaltung in dieser Sache ihre Vorstellungen skizziert (vgl. Gutschker und Eckart 2018).

Die aktuellen Pläne der italienischen Regierung dürften allerdings die zögerliche deutsche Haltung bestärken. Das italienische Regierungsprogramm zwischen der Fünf-Sterne-Bewegung und der Lega enthält einigen Sprengstoff für die Stabilität der Währungsunion. Die Wahlgeschenke umfassen den Abbau von Steuern, die Absenkung des Renteneintrittsalters und ein Mindesteinkommen in Höhe von 760 Euro. Die offene Konfrontation zwischen der italienischen Regierung und der EU-Kommission über den geplanten Haushaltsentwurf 2019 sind neu in Europa. Die Kommission ist bereits alarmiert. Wie sollte sich die europäische Politik und die Bundesregierung dazu verhalten?

ÖKONOMISCHE ANALYSE

Für alle Mitgliedsländer im Euroraum gilt ein gemeinsames Regelwerk, das durch die Kommission überwacht und umgesetzt wird. In Bezug auf die nationale Fiskalpolitik sind insbesondere das Europäische Semester, der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der Fiskalpakt sowie die Stabilitätsprogramme von Bedeutung (vgl. Herzog 2016). Gerade die aktuelle Diskussion um den italienischen Haushalt zeigt die Schwächen des bestehenden Regelwerks auf, die durch eine Reform abgemildert werden könnten.

Eine Analyse der ökonomischen Daten zeigt das italienische Dilemma. Der Schuldenstand in Höhe von 130,8%

* Prof. Dr. Bodo Herzog ist Professor für Volkswirtschaftslehre und Direktor des IFE an der ESB Business School. Seine langjährige Forschung umfasst das Thema der Wirtschafts- und Währungsunion. Er ist Mitglied der KAS-Reflexionsgruppe »Zukunft Europäische Währungsunion« in Berlin.

** Dr. Marlene Ferencz ist Professorin für Quantitative Methoden an der ESB Business School.

in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird weiter steigen und nicht, wie von der Kommission und im Stabilitätsprogramm (SP) anvisiert, konsolidiert. Das geplante Staatsdefizit in Relation zum BIP soll ebenso ansteigen (vgl. Abb. 1).

Ein weiterer Dissens besteht bei der Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftsleistung. Die italienische Regierung imaginiert eine deutlich optimistischere Wachstumsschätzung in Höhe von 1,5% als die Europäische Kommission in Höhe von nur 1,2%. Die Wachstumsannahme ist allerdings eine zentrale Größe in der Berechnung des strukturellen Defizits und somit von hoher Wichtigkeit für die Kontrolle der europäischen Defizitregeln.

Kurzum: Die Annahme eines zu optimistischen Wirtschaftswachstums macht die Erreichung der italienischen Haushaltsziele nochmals zweifelhafter. Daraus folgt, der Haushaltsansatz für 2019 widerspricht den bisherigen europäischen Verabredungen.

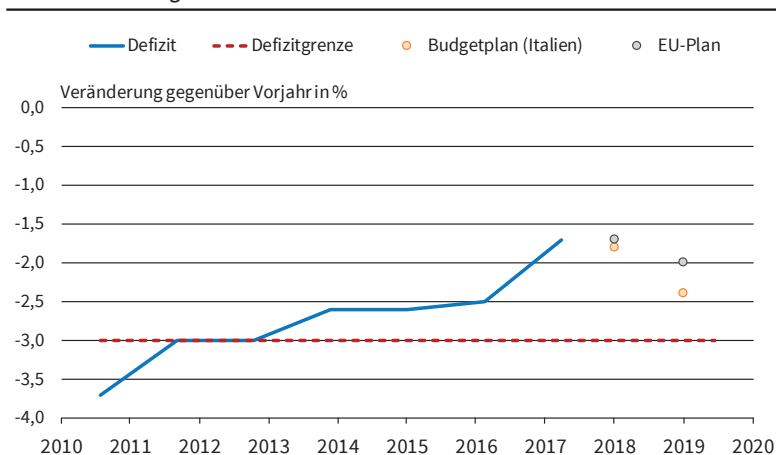
In einer aktuellen Analyse zeigen McQuinn und Whelan (2018, S. 230), dass Euroländer mit hohen Staatsschulden ein niedrigeres Wirtschaftswachstum aufweisen, insbesondere eine geringere Faktorproduktivität: »Worryingly, many of the worst performers in relation to TFP growth since 2000 are those with large stocks of public debt.«

Um die Frage zu beantworten, ob die italienische Staatsverschuldung in den vergangenen Jahren tragfähig war, folgen wir dem ökonomischen Ansatz von Bohn (1995; 1998; 2005) und Herzog (2010). Wir schätzen eine Regressionsgleichung auf Basis der aktuellen Daten:

$$ps_t = \alpha + \delta d_t + \beta_g GVAR_t + \beta_y YVAR_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

wobei ps_t das Primärdefizit, d_t die Schuldenstandquote, $GVAR_t$ die temporäre Staatsausgabenentwicklung und $YVAR_t$ ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung (relative Outputlücke) darstellen. Für die Berechnung der Outputlücke sowie der Bereini-

Abb. 1
Defizitentwicklung und Plan in Italien



Quelle: Stabilitätsprogramm Italien; EU-Kommission; Darstellung der Autoren.

© ifo Institut

gung der Staatsausgaben verwenden wir den HP-Filter mit dem Glättungsparameter $\lambda = 100$. Das Schätzverfahren basiert auf der Newey-West-Methodik, um für Autokorrelation und Heteroskedastizität zu kontrollieren.

Herzog (2010) zeigt, dass ein hinreichender Test auf Schuldentragfähigkeit die empirische Schätzung des Koeffizienten δ in Gleichung (1) ist. Ist δ größer null, ist die allgemeine Nachhaltigkeitsbedingung – das heißt die intertemporale Budgetrestriktion – erfüllt. Die Intuition dieses Ergebnisses ist, dass die Regierung auf höhere Staatsverschuldung mit steigenden Primärüberschüssen respektive geringeren Primärdefiziten reagiert. Die Schätzung basiert auf AMECO-Daten im Zeitraum von 1995 bis 2019. Das Ergebnis ist in Tabelle 1 dargestellt.

Die Schätzergebnisse über die Tragfähigkeit der italienischen Schulden sind nicht signifikant. Italien kann keine Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung attestiert werden. Allerdings zeigt die Schätzung für die aktuelle Periode von 2008 bis 2019 (Modell II), dass die Gefahr einer nicht tragfähigen Schuldenentwicklung existiert, da ein negativer Schuldentragfähigkeitskoeffizient in Höhe von $-0,04$ ermittelt wird; allerdings statistisch nicht signifikant. Sollte aufgrund des Haushaltsentwurfs 2019 und darüber hinaus jedoch die Neuverschuldung ansteigen, könnte der Befund signifikant werden. Der vorliegende Ansatz evaluiert lediglich die Schuldennachhaltigkeit der Vergangenheit.

Zweifelsfrei ist, dass Italien mit dem aktuellen Haushaltsentwurf explizit gegen Verabredungen mit der Kommission und den anderen Euro-Mitgliedstaaten verstößt. Länder, die sich offen nicht an europäische Vorgaben halten, sind eine Gefahr für die Währungsunion. Sie tragen zur Erosion der Vertragstreue sowie ökonomischer Instabilität bei. Insoweit schadet sich Italien einerseits selbst, wie die ansteigenden Marktzinsen für italienische Staatsanleihen belegen. Andererseits schadet Italien der Eurozone, weil die Stabilität der Währungsunion abermals in Frage steht. Infolge dessen werden alle Mitgliedstaaten – insbesondere die korrekt agierenden – in Mithaftung genommen.

Am 21. November 2018 hat sich die Kommission für die Einleitung eines Defizitverfahren gemäß Sta-

bilitäts- und Wachstumspakt ausgesprochen, da der italienische Haushaltsentwurf nicht nachjustiert wurde. Am Ende des langen Verfahrens stünde eine Strafzahlung in Höhe von maximal 0.5% des Bruttoinlandsprodukts. Im Rahmen der vergangenen Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts wurden die Ausnahmetatbestände stark ausgeweitet, so dass das bestehende Regelwerk wenig Abschreckungswirkung entfalten dürfte. Bislang hat der Rat in allen anderen Fällen entweder von Sanktionen abgesehen oder aber eine formale Sanktion in Höhe von 0% des BIP verhängt. Seit dem Jahr 2012 hat die EU-Kommission Italien bereits sechsmal eine Ausnahmeregelung zugestanden (vgl. SVR 2018).

Sofern Italien den Marktzugang zur Finanzierung der exzessiven Staatsschulden verliert, könnte es Hilfgelder unter Einhaltung der Konditionalität beim Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) beantragen. Final wäre sogar denkbar, dass die Europäische Zentralbank das OMT-Programm erstmals aktiviert und italienische Staatspapiere ankauft.

Entscheidender ist allerdings, dass der italienische Budgetplan der grundsätzlichen Philosophie des europäischen Stabilitätspakts widerspricht. Der Stabilitätspakt und der Fiskalpakt verlangen nämlich einen mittelfristig ausgeglichenen Staatshaushalt. Ein Staat, der in konjunkturell guten Jahren keine Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet und keinen Finanzspielraum für den Wirtschaftsabschwung aufbaut, hat per Definition keinen ausgeglichenen Haushalt (EU-VO 1466/97 und 1467/97).

Im Übrigen, Italien ist kein Einzelfall. Ähnliche Verstöße gegen europäische Fiskalvorschriften und die Schuldentragfähigkeit lassen sich für nahezu alle Euro-Mitgliedsländer in der Vergangenheit belegen – auch Deutschland hat europäische Vorgaben verletzt.

AUSBLICK: UMGANG MIT SCHULDENLÄNDERN

Gewiss sind der Stabilitäts- und Wachstumspakt von 1997 sowie das Europäische Semester aus dem Jahr 2011 zentrale Bausteine für die Stabilität der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Allerdings gibt es noch etwas Wertvolleres in der Währungsunion: Marktkräfte!

Im Prinzip müsste die Politik zeitnah die Marktkräfte in der Währungsunion stärken. Gelänge es, ein glaubwürdiges No-Bailout für die Staatsschulden zu signalisieren, wäre der Euro unmittelbar stabilisiert, und zwar ohne die demokratisch gewählte Regierung in Italien noch deren Bürger in Misskredit zu bringen.

So funktioniert im Übrigen die Schuldendisziplinierung in der amerikanischen Währungsunion. Die 50 Bundesstaaten der Vereinigten Staaten weisen zwar ein geringfügig höheres Maß an Risikoteilung auf, dafür sind die Verschuldungsmöglichkeiten auf mitgliedstaatlicher Ebene drastisch begrenzt, bis hin zum Zentralbankverbot, Staatsschulden der Bundes-

Tab. 1

Ökonometrische Schätzung der Schuldennachhaltigkeit für Italien

	Modell I 1995–2019	Modell II 2008–2019
α	1,32	6,86
δ	0,01	-0,04
β_Gvar	-0,03	-0,07
β_Yvar	0,23	0,07
Nr.	25	12
prob(F-Test)	0,22	0,29

Hinweis: Newey-West standard errors; *** = 1,0%; ** = 5% und 10% Signifikanz.

Quelle: Schätzung der Autoren.

staaten anzukaufen, und der Verpflichtung eines ausgeglichenen Haushalts.

Vor diesem Hintergrund sind europäische Reformüberlegungen, beispielgebend die Etablierung einer Fiskalkapazität oder Arbeitslosenversicherung, die eine dauerhafte Umverteilung etablieren, deplatziert. Die Umsetzung dieser Ideen in der aktuellen europäischen Fiskalarchitektur würde Moral Hazard bestärken und die zaghaften Haftungsrisiken entkräften.

Nur in Folge eines glaubwürdigen No-Bailout würde der Markt die Refinanzierungskosten der italienischen Staatsschulden anpassen – wie bereits ansatzweise an den Finanzmärkten zu beobachten ist. Allerdings ist die bislang moderate Marktreaktion auf die Zusicherung von EZB-Präsident Mario Draghi aus dem Jahr 2012, den Euro zu retten »whatever it takes« zurückzuführen. Die Omnipräsenz des OMT-Programms, verbunden mit einem impliziten Bailout, schwächt die Marktkräfte im Euroraum.

Ein Abbau dieser geldpolitischen Schuldengarantie verlangt mithin die Übernahme der politischen Stabilitätsverantwortung der Mitgliedstaaten. Während die Geldpolitik dem Primärziel der Preiswertstabilität, gemäß Artikel 127 AEU-Vertrag, verpflichtet ist, ist die Zusammensetzung der Währungsunion originär eine politische Entscheidung. Das Zurechtücken des Macht- und Aufgabenbereichs von Politik und Zentralbank ist essentiell für die Stärkung der Marktkräfte. Damit würde die Finanzierung von populistischen Wahlgeschenken erheblich erschwert. Die zu erwartende Marktreaktion ist mithin im Interesse aller Europäer, denn die Folgen einer Schulden- und Wirtschaftskrise träfe ohnehin die Bürger am härtesten.

Die Stärkung der Marktkräfte in einer regelbasierter Währungsunion ist ein zentraler Reformbaustein (vgl. Herzog und Hengstermann 2013). Das Bundesverfassungsgericht hat wiederholt betont, dass der Maastrichter Vertrag nur dann eine Stabilitätsunion garantiert, wenn ein Gleichgewicht von Regeln und Marktkräften besteht. Das impliziert, dass auch das fiskalische Regelwerk gestärkt werden muss. Bislang beruht die Eurozone auf dem Fundament von Eigenverantwortung und Haftung in einer Hand. Die gegenwärtige Fiskalarchitektur entfaltet demzufolge zu wenig Bindekraft, insbesondere das Defizitverfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Eine Stärkung der europäischen Fiskalregeln könnte durch automatisierte oder politisch unabhängige Sanktionsverfahren erlangt werden (vgl. Herzog 2004).

Die Reform der Währungsunion sollte beide Aspekte verknüpfen: einerseits die Übernahme einer stärkeren politischen Stabilitätsverantwortung und andererseits die Stärkung der Marktkräfte. Nur so kann das Prinzip von Eigenverantwortung und Haftung abgesichert werden. Zudem sollte die Politik im Euroraum einen Abwicklungsmechanismus für überschuldete Mitgliedsländer etablieren. Herzog (2017)

hat dazu ein differenziertes staatliches Insolvenzverfahren entwickelt, das Moral Hazard und Trittbrettfahrerverhalten minimiert. Die Einführung einer europäischen Insolvenzordnung würde exzessive Staatsschulden, insbesondere durch Marktkräfte, frühzeitig unterbinden. Dementgegen kann ein glaubwürdiges No-Bailout gemäß Artikel 125 AEU-Vertrag ohne Marktkräfte und Abwicklungsmechanismus nicht garantiert werden. Beides sind zentrale Reformbausteine für mehr Stabilität und Solidität in der regelgebundenen Währungsunion.

Diese Reformstrategie ist im europäischen und nationalen Stabilitätsinteresse. Solide und europafreundliche Mitgliedsländer profitieren davon, indes würde die nationalistische oder reformunwillige Politik automatisch von den Märkten sanktioniert. Ökonomisch gibt es keinen besseren gemeinnutzorientierten Lösungsansatz, der sowohl apolitisch und zeitnah eine konstruktive Wirkung auf Mitgliedstaaten der Eurozone entfaltet.

LITERATUR

- Bohn, H. (1995), »The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy«, *Journal of Money, Credit and Banking* 27(1), 257–271.
- Bohn, H. (1998), »The Behaviour of U.S. Public Debt and Deficits«, *Quarterly Journal of Economics* 113(3), 949–963.
- Bohn, H. (2005), »The Sustainability of Fiscal Policy in the United States«, CESifo Working Paper Nr. 1446.
- Gutschker, T. und L. Eckart (2018), »Europa muss handlungsfähig sein – nach außen und innen. Kanzlerin im Gespräch«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 3. Juni, verfügbar unter: <https://www.faz.net/social-media/instagram/kanzlerin-angela-merkel-f-a-s-interview-europa-muss-handlungsfahig-sein-15619721.html?premium>.
- Herzog, B. (2004), »Modes of Economic Governance and Interaction Conflicts«, ATINER-Conference Papers and Proceedings, DFG Research Project: Märkte und Sozialräume in Europa, Konferenz in Athen.
- Herzog, B. (2010), »Anwendung des Nachhaltigkeitsansatzes von Bohn zur Etablierung eines Frühindikators in den öffentlichen Finanzen«, *Kredit & Kapital* 43(2), 1–24.
- Herzog, B. (2016), *Neujustierung der Governance der Europäischen Währungsunion*, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.
- Herzog, B. (2017), »Abwicklungsmechanismus für Mitgliedstaaten des Euroraums«, *Wirtschaftsdienst* 97(12), 881–888.
- Herzog, B. (2018), »Reforming the Eurozone: Assessment of the Reform Package By The European Commission – Treating Symptoms or Root Causes?«, *Economics & Sociology* 11(3), 59–77.
- Herzog, B. und K. Hengstermann (2013), »Restoring Credible Economic Governance to the Eurozone«, *Journal of Economic Affairs* 33(1), 2–17.
- McQuinn, N. und K. Whelan (2018), »Europe's Long-Term Growth Prospects: With and Without Structural Reforms«, in: N.F. Campos, P. De Grauwe und Y. Ji (Hrsg.), *The Political Economy of Structural Reforms in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 220–273.
- SVR – Sacherständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018), *Vor wichtigen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen, Jahresgutachten*, Sacherständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.