

## **Bailout- und Bonitätseffekte in der Wirtschafts- und Währungsunion\***

Von Friedrich Heinemann

### **1. Einleitung**

Die öffentliche Verschuldung in den Industrieländern befindet sich seit den siebziger Jahren auf einem Wachstumspfad, der lediglich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre durch eine zeitweilige Konsolidierungsphase unterbrochen wurde. Von 1973 bis 1993 stieg die durchschnittliche Brutto-Verschuldung in den OECD-Ländern von 35 auf 66 Prozent des Bruttoinlandsprodukts an, diese Schuldendynamik ist weiterhin ungebrochen (OECD, 1993a, S. 43, 1993b, S. 154). Seit Buchanan und Wagner (1977) sind in der politökonomischen Analyse eine Reihe von schuldenbegünstigenden Faktoren ans Licht gekommen (von Weizsäcker, 1992; Heinemann, 1994). Das Finanzierungsinstrument der Verschuldung ist immer dann besonders populär, wenn einerseits die verantwortlichen Akteure (Politiker oder auch Wähler) zwar in der Gegenwart ihren Nutzen durch die Schuldenfinanzierung steigern können, andererseits die in der Zukunft fällig werdenden Rückzahlungsverpflichtungen aber nicht mehr in den Zeithorizont und damit das Nutzenkalkül dieser Akteure eingehen. Mit Hilfe dieses Ansatzes lassen sich Erklärungen für eine – gemessen an Effizienzüberlegungen – exzessive Verschuldungsneigung in geschlossenen Volkswirtschaften finden, bei denen es keine internationalen Externalitäten der Verschuldung gibt. Treten grenzüberschreitende Externalitäten hinzu, die dazu führen, daß das Ausland an den Kosten der Verschuldung mitträgt, dann wird die Verschuldungsneigung verstärkt.

Die durch den Maastrichter Vertrag definierte Wirtschafts- und Währungsunion eröffnet derartige Externalitätenkanäle. Eine hohe Verschuldung stellt ein Gefahrenpotential für eine glaubwürdige Geldpolitik dar. Mit steigender Verschuldung wird es für die Politik zunehmend attraktiv, sich durch eine Überraschungsinflation eines Teils der realen Verschuldung zu entledigen. Hier ergeben sich für eine glaubwürdige Anti-Inflationspolitik der Zentralbank Zeitinkonsistenzprobleme (Van der

---

\* Verantwortlicher Herausgeber/editor in charge: M.R.

Ploeg, 1991; Illing, 1992). Die denkbare Externalität nationaler Verschuldung in einer Währungsunion besteht dann darin, daß hohe Defizite nicht nur die Preisstabilität im betreffenden Land, sondern die in der ganzen Union gefährden.

Eine andere Art von Externalität droht, wenn eine nicht tragbare nationale Verschuldung zu einer staatlichen Insolvenz führt. Es kann nicht ausgeschlossen werden, daß der Ausfall eines großen souveränen Schuldners die Stabilität des Finanzsektors in der gesamten Gemeinschaft beeinträchtigt. Die Einführung einer gemeinsamen Währung erhöht diese Gefahr: Auf einem einheitlichen ECU-Geldmarkt würde es zu einer unmittelbaren Übertragung von Liquiditätsengpässen kommen (Giovannini und Spaventa, 1991).

Um dieser Problematik zu begegnen, sind im neuen EG-Vertrag (EGV) Vorkehrungen getroffen worden. Diese Regelungen sollen hier auf ihre voraussichtliche Wirksamkeit hin überprüft werden. Es reicht aber nicht aus, nur die explizit auf die Verschuldung zielenden Vorschriften zu berücksichtigen. Ganz andere Vertragselemente können außerdem für die nationale Verschuldungsneigung in der Wirtschafts- und Währungsunion von Bedeutung sein. In dem Maße, in dem Mitgliedstaaten in gemeinschaftliche Versicherungs- und Umverteilungssysteme eingebettet werden, verändert sich deren Bonitätsbewertung an den Kapitalmärkten mit unmittelbaren Konsequenzen für die nationalen Schuldenanreize. Diesen Zusammenhängen wird besondere Aufmerksamkeit zuteil werden.

## 2. Marktdisziplin

### 2.1. Wirkungsweise und Bailout-Effekt

Auf effizienten Kapitalmärkten muß sich ein souveräner Schuldner – wie jeder andere Kreditsuchende auch – einer Bonitätsprüfung unterziehen. Der Schuldenstand ist eine wichtige Information im Rahmen der Bonitätsbeurteilung. Mit steigender Verschuldung wird diese Beurteilung tendenziell ungünstiger ausfallen. Die Kreditgeber müssen für ihr steigendes Risiko kompensiert werden. Ein Anstieg des Schuldenstandes führt so zu einem steigenden Risikoaufschlag, den der Schuldner über den risikofreien Kapitalmarktzins hinaus zu zahlen hat. Dieser Risikoaufschlag ist das entscheidende Element der Marktdisziplin, die auch der Defizitneigung staatlicher Schuldner Grenzen setzt (Frenkel und Goldstein, 1991; Lane, 1993).

Die Marktdisziplin wird durch jegliche Bailout-Vermutung seitens der Kapitalmärkte untergraben. Mit „Bailout“ wird das Eintreten anderer

Länder für die Verschuldung eines Staates bezeichnet (Lane, 1993). Wenn etwa in der EU der Verdacht besteht, daß ein Land nicht alleine für seine Schulden verantwortlich ist, sondern andere Unionsstaaten mit für diese Verpflichtungen eintreten, dann kommt es nicht mehr unmittelbar zu einem Anstieg der Risikoprämie bei steigenden nationalen Schulden. Im Extremfall, bei Vorliegen eines uneingeschränkten, unionsweiten Bailout-Mechanismus, spielt die individuelle Länderbonität bei der Kreditvergabe an Mitgliedstaaten keine Rolle mehr. Stattdessen wird dann nur noch auf die Bonität der Gemeinschaft insgesamt abgestellt. Danach bemißt sich unter diesen Bedingungen der Aufschlag zum risikofreien Marktzins, und dieser Risikoaufschlag ist für alle Mitgliedstaaten, die eine große Haftungsgemeinschaft bilden, identisch.

Eine übermäßige Verschuldung eines einzelnen Mitgliedstaates führt dann nicht mehr zur deutlichen Erhöhung der Finanzierungskosten nur für dieses Land, sondern zu einer abgemilderten Erhöhung des Zinses für alle Mitgliedstaaten der Union. Dieser abgemilderte Effekt erklärt sich aus dem – im Vergleich zur nationalen Bonitätsbewertung – geringeren Gewicht der Verschuldung eines einzelnen Landes in der Bonitätsbewertung der Union insgesamt. Eine Bailout-Vermutung schwächt den Disziplinierungsmechanismus für ein großes Mitgliedsland zumindest stark ab und setzt ihn für ein kleines Mitgliedsland völlig außer Kraft.

Soll der Bailout-Effekt vermieden werden, ist die bloße Ankündigung, keinen Bailout zu praktizieren, nicht unbedingt ausreichend. Eine derartige Ankündigung kann mit Glaubwürdigkeitsproblemen behaftet sein, wenn die eingangs dargestellten Gefahren einer nationalen Schuldenkrise für die Stabilität des unionsweiten Finanzsektors tatsächlich bestehen. In diesem Fall kann die Union zum Bailout gezwungen werden. Derartige Zusammenhänge würden von effizienten Märkten schon heute erkannt und in die Erwartungsbildung und Risikoanalyse einbezogen (Isard, 1989).

## 2.2. Der Bonitätseffekt

Ein anderer die Marktdisziplin schwächender Effekt kann sich ergeben, wenn eine Ländergruppe Transfersysteme einführt, durch welche die ursprüngliche Finanzkraft der einzelnen Staaten eine Veränderung erfährt. Ein Umverteilungsmechanismus wird die Bonität derjenigen Länder verbessern, die im Rahmen eines solchen Systems begünstigt werden. Der kritische Schuldenstand  $D_i^{krit}$ , der sich aus der Solvenzbedingung des Staates ergibt, erhöht sich um den Gegenwartswert zukünftiger Nettotransfers:

$$(1) \quad D_i^{krit} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{S_{j,i}}{(1+r_i)^j} + \sum_{j=0}^{\infty} \frac{NTR_{j,i}}{(1+r_i)^j}$$

Beziehung (1) ist folgendermaßen zu deuten: Ein Land  $i$ , das nicht in ein Transfersystem eingebunden ist, kann sich unter Einhaltung der Solvenzbedingung höchstens in dem Ausmaß verschulden ( $D_i^{krit}$ ), welches durch den Gegenwartswert zukünftiger Primärüberschüsse  $S_{j,i}$  ( $j$  ist der Zeitindex,  $r$  bezeichnet den Zinssatz) bestimmt wird. Empfängt das Land im Rahmen eines internationalen Umverteilungssystems Transfers, dann tritt zum ersten Term auf der rechten Seite noch ein zweiter: Neben dem Gegenwartswert zukünftiger Primärüberschüsse ist dann zusätzlich der Gegenwartswert zukünftiger Nettotransfers ( $NTR_{j,i}$ ) zu berücksichtigen. Während sich dadurch der kritische Schuldenstand für die Länder erhöht, die durch das Umverteilungssystem begünstigt werden, verringert es sich umgekehrt für die Nettozahler des Systems; für diese ist der Gegenwartswert zukünftiger Nettotransfers negativ. Umverteilungssysteme verändern die Verschuldungsmöglichkeiten der beteiligten Staaten; der Verschuldungsspielraum für die begünstigten Länder wächst.

Dieser Effekt, der im weiteren als „Bonitätseffekt“ bezeichnet wird, ist vom Bailout-Effekt zu unterscheiden. Der Bailout-Effekt beruht darauf, daß im Falle von nationalen Schuldenproblemen die Union haftet. Der Bonitätseffekt hat nichts mit einer derartigen Solidarhaftung zu tun: Eine nationale Schuldenkrise bleibt weiterhin ein rein nationales Problem; die zu erwartenden Transfers ermöglichen lediglich eine höhere Verschuldung, bis es zum Eintritt einer Schuldenkrise kommt. Auch wenn eine Solidarhaftung glaubwürdig ausgeschlossen wird, kann also der Bonitätseffekt wirksam sein, und umgekehrt.

### 3. Marktdisziplin und Gemeinschaftsverfassung nach Maastricht

#### 3.1. Wirksame No-Bailout-Klausel?

Der schädliche Einfluß einer Bailout-Vermutung auf die nationale Schuldendisziplin ist von den Vertragsparteien ernst genommen worden. Es ist versucht worden, einen irgendwie gearteten gemeinschaftlichen Bailout für die nationale Verschuldung auszuschließen. Art. 104b EGV, die sogenannte „No-Bailout-Klausel“, schließt die Haftung der Gemeinschaft und der Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten eines EU-Staates und seiner Körperschaften aus. Diese Bestimmung scheint – für sich alleine genommen – geeignet zu sein, jede Bailout-Vermutung zu zerstreuen. Mehr Skepsis ist angebracht, wenn man untersucht, ob der Haftungsausschluß für die Verbindlichkeiten eines Mitgliedstaates eigentlich

konsistent mit den sonstigen Inhalten des Unionsvertrags ist. Im Art. A des Unionsvertrags heißt es: „Aufgabe der Union ist es, die Beziehungen zwischen den Mitgliedstaaten [...] solidarisch zu gestalten“. Der Gedanke der Solidarität durchzieht auch den EG-Vertrag; nach Art. 2 EGV ist es unter anderem Aufgabe der Gemeinschaft, „die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern“. Die gemeinschaftliche Solidarität schwächt möglicherweise die Glaubwürdigkeit des Haftungsausschlusses (Baer, 1990; Lane, 1993). Wäre die Solidarität lediglich auf eine allgemeine vertragliche Zielsetzung begrenzt, dann bestünde kaum eine Gefahr für die faktische Wirksamkeit der No-Bailout-Klausel. Das Solidaritätsprinzip findet aber darüber hinaus seinen Niederschlag in konkreten institutionellen Regelungen.

Art. 103a Abs. 2 EGV sieht gemeinschaftliche Hilfsmaßnahmen in besonderen nationalen Krisensituationen vor. Dieser Artikel wird mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion wirksam und löst den bis dahin geltenden Art. 109h EGV ab, der die rechtliche Grundlage für Zahlungsbilanzkredite an Mitgliedstaaten darstellt. Art. 103a Abs. 2 EGV erlaubt der Gemeinschaft, nach einstimmigem Ratsbeschluß einem Mitgliedstaat „unter bestimmten Bedingungen“ einen finanziellen Beistand zu gewähren, wenn dieser „aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht“ ist. Eine Vertrauenskrise um die Schulden eines Mitgliedslandes würde diesen Tatbestand erfüllen. Eine derartige Situation ist zwar in der Regel durch langjährige Schuldenanhäufung selbstverschuldet. Die Frage der Schuldzuweisung spielt aber hier für die Zulässigkeit eines Gemeinschaftsbeistandes keine Rolle, es wird lediglich auf das Vorliegen einer nicht mehr kontrollierbaren Krisensituation abgestellt, ohne deren tiefere Ursachen zu berücksichtigen. Eine akute Schuldenkrise wäre zweifellos als nicht mehr kontrollierbares und außergewöhnliches Ereignis zu qualifizieren. Ein finanzieller Beistand in einer Schuldenkrise ist aber nichts anderes als ein Bailout. Selbst wenn nicht direkt Schuldtitel des betreffenden Landes übernommen würden, so diene doch der Beistand indirekt dem Land dazu, Spielraum für die Erfüllung seiner Verbindlichkeiten zu gewinnen. Hier ist also ein Instrument gegeben, welches seitens der Kapitalmärkte als Bailout-Mechanismus interpretiert werden könnte.

An dieser Einschätzung ändert auch die Tatsache nichts, daß der Beistand nur bei einstimmiger Ratsentscheidung gewährt werden kann. Wie eingangs diskutiert, bringt eine nationale Schuldenkrise Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors in der gesamten Währungsunion mit sich. Von daher ist in einer akuten nationalen Schuldenkrise durchaus

mit der Bereitschaft der anderen Unionsstaaten zu rechnen, einem gemeinschaftlichen Beistandsprogramm zuzustimmen. Art. 103a Abs. 2 EGV macht eine Zeitinkonsistenzproblematik wieder relevant, die durch die No-Bailout-Klauseln des Vertrags eigentlich hatte beseitigt werden sollen. Der Schuldendisziplin wäre nur dann geholfen, wenn der Bailout verbindlich ausgeschlossen würde; durch den Gemeinschaftsbeistand ist aber eine Möglichkeit gegeben, von der No-Bailout-Verpflichtung abzurücken. Diese Option schwächt schon in der Gegenwart den Disziplinierungsmechanismus entscheidend, weil sie von den Märkten zur Kenntnis genommen wird und der marktmäßige Disziplinierungsmechanismus nicht zum Tragen kommt.

Noch in einer anderen Hinsicht sind die Konkretisierungen des Solidaritätsprinzips geeignet, die No-Bailout-Klausel zu untergraben. Aus dem Solidaritätsprinzip leitet sich die gemeinschaftliche Kohäsionspolitik ab (EGV, Titel XIV. Wirtschaftlicher und sozialer Zusammenhalt). Die finanziellen Instrumente dieser Kohäsionspolitik (Strukturfonds, Europäische Investitionsbank) verfügen über ein inzwischen beträchtliches Volumen. Dies bleibt nicht ohne Einfluß auf die Marktdisziplin. Hier ist in erster Linie an einen Bonitätseffekt zu denken. Dieser Zusammenhang wird im nächsten Abschnitt betrachtet. Darüber hinaus hat die Kohäsionspolitik eine dem Bailout-Effekt vergleichbare Wirkung, wenn es zur Vergabe von Darlehen kommt, die mit einer Garantie der Gemeinschaft versehen sind.

Genau dies ist aber der Fall für die Kreditgewährung der Europäischen Investitionsbank (EIB) (Heinemann, 1993). Die EIB vergibt in der Gemeinschaft Darlehen für kohäsionspolitische Zwecke und refinanziert sich durch Anleihen an den internationalen Finanzmärkten. In ihrer Preispolitik unterscheidet sich die EIB wesentlich von profitorientierten Finanzintermediären. Die Satzung schreibt die Besicherung der Kredite in der Regel durch Garantien der jeweiligen Mitgliedstaaten vor. Die Bonität von Kreditnehmern und Garanten spielt aber im Gegensatz zur Konditionensetzung seitens privater Kapitalgeber keine Rolle für die Bestimmung des Kreditzinses. Dieser bestimmt sich vielmehr alleine durch die Anleihekonditionen, zu denen sich die Bank in der jeweiligen Kreditgewährung refinanzieren kann. Zur Deckung der Betriebskosten wird lediglich eine zusätzliche Marge von 0,15 Prozent erhoben. Da die Bonität der EIB durch die Ratingagenturen in die höchste Güteklasse des „Triple A“ eingestuft wird, sind die EIB-Kredite vor allem für Schuldner geringerer Bonität attraktiv. Das erstklassige Standing verdankt die Bank dem gezeichneten Kapital der Eignerstaaten (dies sind die EU-Mitgliedstaaten), welches in voller Höhe und uneingeschränkt als Garantiekapital zur Verfügung steht. EIB-Kredite an Mitgliedstaaten sind also

gewissermaßen mit einer Bailout-Garantie in Form des Garantiekapitals versehen. In dem Maße, in dem Gemeinschaftsländer in den Genuß von EIB-Darlehen kommen, ist der Bailout-Effekt voll wirksam und der Disziplinierungsmechanismus außer Kraft gesetzt.

Der EIB-bedingte Bailout-Effekt ist von praktischer Relevanz. Die EU-12-Staaten genießen auf den internationalen Kapitalmärkten eine ganz unterschiedliche Reputation. In Tabelle 1 ist die Benotung durch die Ratingagentur Moody's (Moody's Investors Service, 1994) in qualitativ absteigender Reihenfolge aufgeführt.

*Tabelle 1*

**Rating öffentlicher Fremdwährungsanleihen in der EU durch Moody's**

Aaa:	Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Luxemburg, Niederlande, <b>EIB, Euratom, EGKS, EG</b>
Aa1:	Belgien, Dänemark
Aa2:	Spanien
Aa3:	Irland
A1:	Portugal, Italien
A2:	–
A3:	–
Baa1:	Griechenland*

\* Griechenland befindet sich im Status „under review for possible downgrade“, das heißt eine weitere Notenherabsetzung in naher Zukunft ist möglich.

Quelle: Moody's Investors Service (1994)

Es zeigt sich, daß eine Fünfergruppe ebenso wie die EIB (und die drei Europäischen Gemeinschaften) eine erstklassige Benotung – das „Triple A“ – erfahren. Für diese Länder dürfte sich kaum ein Unterschied in den Marktbedingungen ergeben, ob sie direkt in eigenem Namen Kredite in Anspruch nehmen oder auf die Kreditvermittlung der EIB zurückgreifen. Mit sich verschlechternder Benotung ändert sich das Bild. Ein Land wie Griechenland (in abnehmendem Maße gilt dies für Portugal, Italien, Irland etc.) muß bei Krediten in eigenem Namen einen deutlichen Risikozuschlag auf den Kreditzins hinnehmen, wie dies in der Logik der Marktdisziplin auch wünschenswert ist. EIB-Kredite bringen Griechenland einen klaren Vorteil – das Land muß für die auf diese Weise in Anspruch genommenen Mittel nicht für seine angeschlagene Bonität zahlen.

Die EIB-Mitglieder – die EU-Staaten – erbringen für die Inanspruchnahme der Luxemburger Kredite eine Gegenleistung. Sie stellen durch

ihre Kapitalzeichnung Haftungskapital zur Verfügung und tragen so zur Bonitätsbewertung der EIB-Garantie-Gemeinschaft bei. Es ist aufschlußreich, die jeweilige Bereitstellung von Haftungskapital mit der Darlehensgewährung an das betreffende Land in Beziehung zu setzen. Auf diese Weise ist festzustellen, ob es tatsächlich die Länder mit der geringeren Bonität sind, die in hohem Maße die EIB-Kredite in Anspruch nehmen. In diesem Fall wäre ein weiterer Hinweis auf die Relevanz der Verschuldungsanreize im EIB-Zusammenhang gegeben. In der Tabelle 2 wird dem nationalen Anteil am EIB-Haftungskapital der Anteil an den in der EU vergebenen EIB-Krediten gegenübergestellt, der für Vorhaben in dem jeweiligen Land vergeben wird. Der Proportionalitätsfaktor in der dritten Spalte – nach dem die Länder angeordnet sind – gibt an, inwieweit ein Land – gemessen am Haftungskapitalanteil – über- oder unterproportional EIB-Kredite in Anspruch nimmt.

Setzt man den Proportionalitätsfaktor mit der Benotung im Länder-Rating aus Tabelle 1 in Beziehung, dann ergibt sich der erwartete Zusammenhang. Die Staaten, deren Benotung vergleichsweise ungünstig ausfällt, nehmen (mit der Ausnahme Belgiens) die EIB-Darlehen überproportional in Anspruch. Alle EU-Mitglieder, die wie die EIB mit „Aaa“ bewertet werden, weisen eine unterproportionale EIB-Darlehensbeanspruchung auf. Spalte 4 zeigt das Verhältnis der am Jahresende ausstehenden EIB-Kredite zum nationalen BIP. Dieses Verhältnis erreicht in der Spitze fast 9 Prozent (Portugal). Gerade für die Länder, welche die EIB-Darlehen überproportional beanspruchen und die – wie gesehen – auch ein nur eingeschränktes Ansehen an den Kapitalmärkten genießen, hat die EIB-Kreditgewährung inzwischen eine auch gesamtwirtschaftlich bedeutsame Größenordnung erreicht.

### 3.2. Transfers und Bonitätseffekt

Während die EIB-Kredite zu einem partiellen Bailout-Effekt führen, ergibt sich aus der gemeinschaftlichen Kohäsionspolitik insgesamt vor allem ein Bonitätseffekt: Über die kohäsionspolitischen Instrumente kommen die unterdurchschnittlich entwickelten Unionsstaaten in den Genuß erheblicher Zuflüsse, die ihre Beitragszahllast an die Gemeinschaft bei weitem übersteigen. Damit verbessern diese Staaten ihre Bonitätsbewertung und erweitern ihren Verschuldungsspielraum.

Dieser Effekt wird sich in Zukunft eher verstärken. Der Maastrichter Vertrag hat mit der Schaffung des Kohäsionsfonds ein neues Instrument ins Leben gerufen, welches den vier Ländern mit dem geringsten Pro-Kopf-Einkommen (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien) zugute kommen wird. In der finanziellen Vorausschau der Gemeinschaft bis



Tabelle 2

**Relative nationale Begünstigung durch EIB-Kredite**  
(Stand 31.12.1993)

	(1) %-Anteil am gezeichneten EIB-Kapital	(2) %-Anteil an den EIB- Darlehen innerhalb der EU	(3) = (2) : (1) Proportio- nalitäts- faktor	(4) EIB-Darlehen im Verhältnis zum nation- alen BIP
1. Portugal	0,93	6,90	7,44	8,80
2. Irland	0,67	3,19	4,75	7,15
3. Griechenland	1,44	3,24	2,25	4,58
4. Spanien	7,03	15,20	2,16	3,09
5. Dänemark	2,68	4,69	1,75	3,60
6. Italien	19,13	28,61	1,50	2,83
7. Luxemburg	0,13	0,12	0,88	1,21
8. Frankreich	19,13	13,53	0,71	1,11
9. Großbritannien	19,13	12,72	0,67	1,48
10. Deutschland	19,13	8,66	0,45	0,49
11. Niederlande	5,30	1,76	0,33	0,60
12. Belgien	5,30	1,39	0,26	0,70

Quelle: Europäische Investitionsbank (1993, S. 77, 79); eigene Berechnungen.

1999 („Delors-II-Paket“) ist zudem ein deutlicher Anstieg des Ausgabenanteils für die sonstigen Strukturfonds vereinbart worden. Die „armen Vier“ der Gemeinschaft können von 1992 bis 1999 mit einer realen Verdoppelung der sie begünstigenden Strukturmittel rechnen (EG-Kommission, 1992). Neben der Bailout-Vermutung ist es gerade diese Umsetzung des Solidaritätsprinzips, welche die Wirksamkeit der Marktdisziplin beeinträchtigen wird.

Um die Größenordnung des Bonitätseffekts für die Unionsstaaten zu quantifizieren, ist Gleichung (1) ungeeignet, da der Gegenwartswert zukünftiger Transfers kaum quantifizierbar erscheint. Um dennoch eine Vorstellung über das Ausmaß des Effekts zu erhalten, kann ein auf Domar (1944) zurückgehendes Instrumentarium genutzt werden. Die Idee besteht darin, aus den dynamischen Eigenschaften der öffentlichen Budgetrestriktion abzuleiten, unter welchen Bedingungen die Schulden-Einkommens-Quote stabilisiert werden kann. Die Stabilisierung dieser Quote kann als Hinweis für eine tragbare Verschuldung interpretiert

werden. Der Schuldenstand entwickelt sich im Zeitverlauf gemäß folgender Differenzgleichung:

$$(2) \quad D_{t+1} - (1+r)D_t = -(1+r)(S_t + NTR_t),$$

wobei  $D_t$  den Schuldenstand,  $S_t$  den Primärüberschuß und  $NTR_t$  den Nettotransfer zum Zeitpunkt  $t$  – jeweils reale Größen – bezeichnen,  $r$  ist der Realzinssatz. Nach Division durch  $Y_{t+1}$  ergibt sich die Differenzgleichung für die Schulden-Einkommens-Quote; kleine Buchstaben bezeichnen eine Quote zum Einkommen, und  $w$  ist die reale Wachstumsrate des Einkommens mit  $1+w = Y_{t+1} / Y_t$ :

$$(3) \quad d_{t+1} - \frac{(1+r)}{(1+w)} d_t = -\frac{(1+r)}{(1+w)} (s_t + ntr_t)$$

Geht man von im Zeitverlauf konstanten Überschuß- und Nettotransferquoten aus, dann ergibt sich für diese Differenzgleichung folgende Lösung:

$$(4) \quad d_t = \left( d_0 - \frac{(s+ntr)(1+r)}{(r-w)} \right) \left( \frac{1+r}{1+w} \right)^t + \frac{(s+ntr)(1+r)}{(r-w)}$$

Übersteigt der Realzins  $r$  die reale Wachstumsrate  $w$ , dann ist nur eine solche Schulden-Einkommens-Quote stabil, die folgenden kritischen Wert nicht übersteigt:

$$(5) \quad d^{krit} = \frac{(s+ntr)(1+r)}{(r-w)}$$

Diese Beziehung kann herangezogen werden, um einen Hinweis für das Ausmaß des Bonitätseffekts zu gewinnen. Je höher die Nettotransferquote für ein Land ausfällt, desto höher ist der Schuldenstand, der – bei gegebenen Größen für Zins, Wachstumsrate und Budgetüberschuß – eingegangen werden kann, ohne eine explosive Schuldenentwicklung in Gang zu setzen. Dieser Zusammenhang läßt sich durch die Ableitung der kritischen Schuldenquote nach der Nettotransferquote quantifizieren:

$$(6) \quad \frac{\partial d^{krit}}{\partial ntr} = \frac{1+r}{r-w}$$

Mit einem Realzins von vier Prozent und einer realen Wachstumsrate von zwei Prozent ergibt sich beispielsweise ein Wert von 0,52, der folgendermaßen zu interpretieren ist: Kommt ein Staat über ein internationales Transfersystem in den Genuß eines dauerhaften externen Mittel-

zuflusses in der Größe von einem Prozent des Einkommens, dann kann er dadurch einen Anstieg der Schulden-Einkommens-Quote von 52 Prozentpunkten finanzieren. Diese Kalkulation liefert somit eine Vorstellung über den zusätzlichen Verschuldungsspielraum  $\Delta d^{krit}$ , den ein Land gewinnt, welches in den Genuß von Nettotransfers kommt:

$$(7) \quad \Delta d^{krit} = \frac{\Delta ntr(1+r)}{r-w}$$

Tabelle 3 beleuchtet mittels dieses Instrumentariums den Bonitätseffekt, der sich aus den Umverteilungswirkungen der EU-Finzen ergibt. Die Nettotransferquote wird als Relation zwischen Nettozahlungen aus dem EU-Haushalt an einen Mitgliedstaat und dessen BIP quantifiziert. Die Nettozahlungen ergeben sich aus der Differenz zwischen den einem Mitgliedstaat zurechenbaren EU-Auszahlungen und den jeweiligen Beitragszahlungen. Für eine reale Wachstumsrate von zwei Prozent und verschiedene Realzinssätze wird so für jedes Land  $\Delta d^{krit}$  ermittelt.

Insbesondere für Irland, Griechenland und Portugal (wenn man von Luxemburg einmal absieht) weist diese Rechnung auf einen ausgeprägten Bonitätseffekt hin. Die erwähnten Weichenstellungen des Maastricht-

*Tabelle 3*  
**Bonitätseffekt in der EU**

	$\Delta ntr =$ Nettozahlungen aus EU-Haushalt/BIP 1992 (in %)	$\Delta d^{krit}$ (in %)		
		w = 0,02 r = 0,03	w = 0,02 r = 0,04	w = 0,02 r = 0,05
Belgien	0,09	9,0	4,5	3,0
Dänemark	0,29	29,6	15,0	10,1
Deutschland	- 0,65	- 66,7	- 33,6	- 22,6
Frankreich	- 0,13	- 13,4	- 6,8	- 4,5
Griechenland	4,05	416,9	210,5	141,7
Großbritannien	- 0,24	- 25,0	- 12,6	- 8,5
Irland	4,67	481,5	243,1	163,6
Italien	- 0,05	- 4,9	- 2,5	- 1,7
Luxemburg	1,84	189,4	95,6	64,4
Niederlande	- 0,31	- 31,7	- 16,0	- 10,8
Portugal	2,13	219,6	110,8	74,6
Spanien	0,52	53,9	27,2	18,3

Quelle: Statistisches Bundesamt (1994, S. 136, 138 f., 160), eigene Berechnungen.

ter Vertrages (u.a. die Einführung des Kohäsionsfonds) werden das makroökonomische Gewicht der Nettotransfers zugunsten dieser drei Länder (und zugunsten Spaniens) verstärken. Von daher führt die Rechnung mit Vergangenheitsgrößen tendenziell zu einer Unterschätzung des in Zukunft wirksamen Bonitätseffekts. Diese Ergebnisse rechtfertigen die Vermutung, daß es die kontinuierlichen EU-Transfers sind, welche diesen Ländern hohe Schuldenquoten ermöglichen, ohne daß es zu Schuldenkrisen oder zumindest zu deutlich kritischerer Bonitätsbewertung seitens der Kapitalmärkte kommt. Die gleiche Ländergruppe, für die die Marktdisziplin bereits durch die EIB-Bailout-Gemeinschaft geschwächt wird, erfährt hier zusätzliche Verschuldungsanreize.

#### 4. Ein wirksamer politischer Disziplinierungsmechanismus?

Die vorangegangene Analyse stimmt pessimistisch, was die Wirksamkeit der Marktdisziplin unter den Bedingungen des Vertrags von Maastricht anbelangt. Daß diese pessimistische Einschätzung von den Autoren des Vertrags geteilt worden ist, kann man aus dem Versuch ersehen, zusätzlich zum marktmäßigen einen politischen Disziplinierungsmechanismus zu installieren. Es sind eine Reihe von Regelungen gefunden worden, die dazu dienen sollen, ein in irgendeiner Weise gemeinschaftschädliches nationales Verhalten korrigieren zu können. Tabelle 4 gibt eine Übersicht über die wesentlichen Elemente des politischen Disziplinierungsmechanismus, der durch den Vertrag konstruiert worden ist.

Die Bestimmungen zur wirtschaftspolitischen Koordination und multilateralen Überwachung des Art. 103 EGV beziehen sich nicht speziell auf die Verschuldungsproblematik, sie kommen aber prinzipiell auch zur Begrenzung nationaler Verschuldung in Betracht. Allerdings leidet die multilaterale Überwachung nicht nur an der mangelnden Präzision bei der Feststellung eines Regelverstoßes, sondern vor allem auch an der schwachen Sanktion, mit der ein Regelverstoß geahndet wird. So droht lediglich die Veröffentlichung einer wirtschaftspolitischen Empfehlung an das betreffende Land.

Die Regelungen zur Haushaltsdisziplin im Art. 104c EGV (mit den Ergänzungen im „Protokoll über das Verfahren bei übermäßigen Defiziten“) zielen direkt auf die Verschuldungsproblematik ab und sollen Defizite und nationale Schuldenstände, die bestimmte Referenzwerte (die bekannten drei Prozent Defizit/BIP und 60 Prozent Schuldenstand/BIP) überschreiten, verhindern. Allerdings besteht in der Sanktionierung dieser Bestimmung ein ganz wesentlicher Unterschied zwischen der zweiten und der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion.

In der zweiten Stufe gilt Art. 104c EGV nur mit Einschränkungen (Art. 109e Abs. 3 EGV). So gilt noch nicht die Verpflichtung, übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden. Es reicht stattdessen das bloße „Bemühen“ (Art. 109e Abs. 4 EGV). Sanktionen sind erst mit der dritten Stufe und nur für die Staaten anwendbar, die dann auch tatsächlich an der Währungsunion teilnehmen (Art. 109k Abs. 3 EGV). In der zweiten Stufe erlauben die Bestimmungen zur Haushaltsdisziplin lediglich, wie auch schon das Verfahren zur multilateralen Überwachung, die Sanktion einer öffentlichen Bloßstellung des betreffenden Landes (Art. 104c Abs. 8 EGV). Die wesentliche Sanktion bei übermäßigen Defiziten in der zweiten Stufe besteht aber darin, daß diese Bestimmungen in den Auswahlprozeß für die Währungsunionsteilnahme integriert sind. Eine gemäß Art. 104c EGV tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand zählt zu den Konvergenzkriterien, die ein Land vor Aufnahme in die Währungsunion prinzipiell zu erfüllen hat (Art. 109j Abs. 1 EGV und „Protokoll über die Konvergenzkriterien“). Die Sanktion einer Nichtteilnahme an der Währungsunion bleibt in der dritten Stufe für die Staaten, die vorläufig nicht zur Währungsunion zugelassen sind, bestehen (Art. 109k Abs. 2 EGV).

Die Sanktionen bei übermäßigen Defiziten sind also in der zweiten und in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion von grundlegend unterschiedlicher Qualität. Man kann davon ausgehen, daß die Verweigerung der Währungsunionsteilnahme eine politisch schmerzhafteste Sanktion darstellt. Zweifel bestehen hier allerdings hinsichtlich der konsequenten Anwendung der Konvergenzkriterien. Der Rat ist lediglich verpflichtet, die Berichte über die Prüfung der Konvergenzkriterien „gebührend“ zu berücksichtigen und entscheidet dann mit qualifizierter Mehrheit (Art. 109 Abs. 3 und 4 EGV). Von daher scheint das „Mehrheitsproblem“ zu bestehen: Wenn eine Mehrheit der Länder – wie zu erwarten – Schwierigkeiten mit den Kriterien hat, könnte diese Mehrheit sich bequemere Kriterien schaffen. Die Interpretation des Bundesverfassungsgerichts in seinem Urteil zum Maastrichter Vertrag hat allerdings die Lage verändert und insbesondere das „Mehrheitsproblem“ abgemildert. In der Einschätzung des Gerichts erlaubt der Vertrag keine willkürliche Abweichung von den wohldefinierten Kriterien durch bloße Mehrheitsentscheidung im Rat. Eine derartige Praxis sei durch das deutsche Zustimmungsgesetz zum Vertrag nicht mehr gedeckt. „Damit ist hinreichend sichergestellt, daß ohne deutsche Zustimmung – und damit ohne maßgebliche Mitwirkung des Deutschen Bundestages – die Konvergenzkriterien nicht ‚aufgeweicht‘ werden können“ (Bundesverfassungsgericht, 1993, S. 433). Das Urteil räumt dem deutschen Bundestag somit ein Vetorecht gegen eine lockere Interpretation der Konvergenzkriterien ein. Der Versuch, die deutsche Seite in der Frage der Konvergenzbeurtei-

lung zugunsten einer Aufweichung zu überstimmen, würde verfassungsrechtlich zu einer Außerkraftsetzung der deutschen Zustimmung zum Vertrag insgesamt führen. Geht man davon aus, daß die deutsche Seite auf einer recht engen Interpretation der Konvergenzkriterien bestehen wird, dann ist der politische Disziplinierungsmechanismus in der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion tatsächlich mit einer wirkungsvollen Sanktion ausgestattet.

Im Vergleich dazu ist die Schärfe der Sanktionen in der dritten Stufe ungewiß. Konstatiert der Rat mit qualifizierter Mehrheit für einen Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit und richtet eine Empfehlung an das Land, dann kann der Rat, wenn das Land der Empfehlung nicht folgt, eine Frist setzen (Art. 104c Abs. 9 EGV) und schließlich (mit qualifizierter Mehrheit ohne Berücksichtigung der Stimme des betroffenen Mitgliedstaates) eine oder mehrere der folgenden Sanktionen verhängen (Art. 104c Abs. 11 EGV):

- Verpflichtung des Landes zur Veröffentlichung zusätzlicher „näher zu bezeichnender“ Angaben vor der Emission von neuen Schuldtiteln,
- Überprüfung der Darlehenspolitik der Europäischen Investitionsbank gegenüber dem Mitgliedstaat,
- Verpflichtung des Landes zur Hinterlegung einer unverzinslichen Einlage „in angemessener Höhe“,
- Geldbußen „in angemessener Höhe“.

Prinzipiell ist also durchaus ein Instrumentarium gegeben, um großen Druck auf ein sich fehlerverhaltendes Land auszuüben. Dies würde allerdings im Rat eine Konfliktbereitschaft voraussetzen, die so in der Vergangenheit nicht zu beobachten war. Außerdem ist hier das „Mehrheitsproblem“ uneingeschränkt gegeben: Die deutsche Seite kann nicht in einer Minderheitenposition eine harte Sanktionierung durchsetzen, dazu bietet auch das Verfassungsgerichtsurteil keine Handhabe. Nur die qualifizierte Mehrheit (in der Definition des Art. 148 Abs. 2 EGV) entscheidet über die Konkretisierung dessen, was beispielsweise Geldbußen „in angemessener Höhe“ sind.

## 5. Ausblick

Mit einer wirkungsvollen Disziplinierung durch den Kapitalmarkt ist im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion in ihrer jetzigen Ausgestaltung nicht zu rechnen. Der politische Disziplinierungsmechanismus dürfte in der zweiten Stufe einige Wirkung entfalten, während in der dritten, endgültigen Stufe die glaubwürdige Sanktionierung fehlt. Somit werden die Verschuldungsanreize vor allem nach dem Übergang

Tabelle 4

**Der politische Disziplinierungsmechanismus im EG-Vertrag**

Element	Definition von Regelverletzung	Sanktion	Geltung
Multilaterale Überwachung (Art. 103 EGV)	Unvereinbarkeit der nationalen Wirtschaftspolitik mit vereinbarten EU-Grundzügen der Wirtschaftspolitik oder Gefahr für das ordnungsgemäße Funktionieren der WWU, Bewertung durch qualifizierte Mehrheit im Rat	Veröffentlichung einer Empfehlung	2. und 3. Stufe für alle Mitgliedstaaten
Haushaltsdisziplin in 2. Stufe WWU (Art. 104c EGV ohne Sanktionen des Abs. 11)	Defizit/BIP > drei Prozent; Schulden/BIP > 60 Prozent; es sei denn: Quoten gehen erheblich und laufend zurück und liegen „in der Nähe“ der Grenzwerte oder Nichteinhaltung nur „ausnahmsweise“, Bewertung durch qualifizierte Mehrheit im Rat, Bundesverfassungsgerichtsurteil impliziert deutsches Vetorecht	Veröffentlichung einer Empfehlung; Nichtteilnahme an der Währungsunion	2. Stufe und für Nichtteilnehmer der Währungsunion auch in 3. Stufe
Haushaltsdisziplin in 3. Stufe WWU (Art. 104c EGV komplett)	Defizit/BIP > drei Prozent; Schulden/BIP > 60 Prozent; es sei denn: Quoten gehen erheblich und laufend zurück und liegen „in der Nähe“ der Grenzwerte oder Nichteinhaltung nur „ausnahmsweise“, Bewertung durch qualifizierte Mehrheit im Rat	Veröffentlichung einer Empfehlung; außerdem Überprüfung der EIB-Darlehenspolitik, unverzinsliche Einlage bei der Gemeinschaft, Geldbußen in „angemessener Höhe“	3. Stufe nur für Teilnehmer der Währungsunion

zu einer einheitlichen Währung zum Tragen kommen – mit allen negativen Konsequenzen für die zu erwartende Stabilität der gemeinsamen europäischen Währung. Reformen könnten sowohl am marktmäßigen als auch am politischen Disziplinierungsmechanismus ansetzen.

Die Marktdisziplin würde wirkungsvoll durch eine Verringerung von Bailout-Vermutung und Bonitätseffekt unterstützt. Der Beistandsmecha-

nismus des Art. 103a Abs. 2 EGV kann um ein Verbot von Finanzhilfen für einen Mitgliedstaat mit übermäßigen Defiziten ergänzt werden. Die Konditionensetzung der EIB sollte durch einen marktüblichen Zinsaufschlag entsprechend dem jeweiligen Länderrisiko ergänzt werden. Beide Maßnahmen würden die Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Klausel verbessern. Dem Bonitätseffekt kann dadurch entgegengesteuert werden, daß übermäßige Defizite zusätzlich mit einer Reduktion der Strukturfondsmittel zugunsten des betreffenden Landes sanktioniert werden. Diese Sanktion, die in den Vertragsverhandlungen diskutiert wurde und am Widerstand der südlichen Mitgliedstaaten scheiterte (Häde, 1992, S. 177), würde dazu führen, daß der Kapitalmarkt wesentlich sensibler auf eine zunehmende öffentliche Verschuldung eines Mitgliedstaates reagieren würde. Mit zunehmender Verschuldung würden zukünftige Unionstransfers in Frage gestellt. Allgemein gilt, daß die Marktdisziplin um so wirkungsvoller sein wird, je weniger ehrgeizig das Solidaritätsprinzip des Vertrags in Transfers umgesetzt wird. Oftmals wird argumentiert, daß eine Währungsunion nur mit starker fiskalischer Verflechtung angemessen funktionieren kann (z.B. Goodhart, 1992; Seidel, 1992). In bezug auf das Verschuldungsproblem ist das Gegenteil richtig.

Je geringer die Bereitschaft zu Reformen ist, die der Marktdisziplin hilfreich sind, desto stärker wird die Notwendigkeit, dem politischen Disziplinierungsmechanismus in der dritten Stufe mehr Druck zu verleihen. Die schon bestehenden, aber nur vage formulierten Sanktionen sollten konkretisiert und deren tatsächliche Anwendung bei Fehlverhalten glaubwürdig angekündigt werden. Zu diesem Zweck wäre eine automatische Sanktionierung denkbar, die lediglich durch Einstimmigkeit aufzuhalten wäre. Dies würde das Mehrheitsproblem der jetzigen Konstruktion beseitigen und den Entscheidungszwang umkehren.

### Literaturverzeichnis

- Baer, G. D.* (1990), Die Bedeutung der Übertragung von nationalen Entscheidungsbefugnissen bei der Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion, in: P. Bofinger (Hrsg.), *Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion*, Wiesbaden, 31 - 44.
- Bovenberg, A. L./Kremers, J. J. M./Masson, P. R.* (1991), Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies, in: *IMF Staff Papers*, 38, 374 - 398.
- Buchanan, J./Wagner, R. E.* (1977), *Democracy in Deficit*, New York.
- Bundesverfassungsgericht (1993), Urteil vom 12. Oktober 1993, in: *Europäische Grundrechte Zeitschrift*, 20 (17), 429 - 448.
- Domar, E. D.* (1944), The 'Burden of the Debt' and the National Income, in: *American Economic Review*, 34, 798 - 827.



- EU-Kommission (1992), Europäischer Rat Edinburgh 11./12. Dezember 1992, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, in: EG-Nachrichten Nr. 15 vom 21. Dezember 1992.
- Europäische Investitionsbank (1993), Jahresbericht 1992, Luxemburg.
- Frenkel, J. A./Goldstein, M.* (1991), Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union, in: IMF Staff Papers, 38, 356 - 373.
- Giovannini, A./Spaventa, L.* (1991), Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-Entry Clause, CEPR Discussion Paper, Nr. 516, London.
- Goodhart, C. A. E.* (1992), National Fiscal Policy within EMU; The Fiscal Implications of Maastricht, in: C. A. E. Goodhart (Hrsg.), EMU and ESCB after Maastricht, London, 267 - 300.
- Häde, U.* (1992), Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 6/1992, 171 - 178.
- Heinemann, F.* (1993), Europäische Investitionsbank - Subsidiärer Finanzintermediär oder Umverteilungsinstrument? in: Wirtschaftsdienst, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 73, 98 - 103.
- (1994), Staatsverschuldung, Ursachen und Begrenzung, in: Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Nr. 214, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Illing, G.* (1992), Staatsverschuldung in einer Europäischen Währungsunion, Münchener Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge, Nr. 92-12, München.
- Isard, P.* (1989), The Relevance of Fiscal Conditions for the Success of European Monetary Integration, IMF Working Paper, Nr. WP/89/6, Washington.
- Lane, T. D.* (1993), Market Discipline, in: IMF Staff Papers, 40, 53 - 88.
- Moody's Investors Service (1994), Moody's Credit Opinions Sovereigns Supranationals, New York.
- OECD (1993a), OECD Economic Outlook, No. 53, Paris.
- OECD (1993b), OECD Economic Outlook, No. 54, Paris.
- Seidel, M.* (1992), Zur Verfassung der Europäischen Gemeinschaft nach Maastricht, in: Europarecht, 1992, 125 - 144.
- Statistisches Bundesamt (1994), Statistisches Jahrbuch für das Ausland, Wiesbaden.
- Van der Ploeg, F.* (1991), Budgetary Aspects of Economic and Monetary Integration in Europe, CEPR Discussion Paper, Nr. 492, London.
- von Weizsäcker, R. K.* (1992), Staatsverschuldung und Demokratie, in: *Kyklos*, 45, 51 - 67.

## Zusammenfassung

Die Bestimmungen zur europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) im Unionsvertrag haben die Anreize für öffentliche Verschuldung verändert. Die Analyse zeigt, daß trotz der Bemühungen, die nationale Eigenverantwortlichkeit zu bewahren, nicht mit einer effektiven Disziplinierung durch die Kapitalmärkte gerechnet werden kann. Besonders die zunehmende Umverteilung über den EU-Haushalt schwächt die Marktdisziplin. Der politische Disziplinierungsmechanis-

mus des Vertrags ist in der zweiten Stufe der WWU mit einer wirksamen Sanktionierung versehen. Dem steht in der dritten Stufe der WWU kein Äquivalent gegenüber, so daß die Gefahr besteht, daß die Verschuldungsanreize nach dem Übergang zur Währungsunion voll zum Tragen kommen werden.

### **Abstract**

The Maastricht Treaty, with its definition of the European Economic and Monetary Union (EMU), has changed the incentives for national debt. Even though it has been tried to keep member states responsible for their national debt, the analysis shows that discipline solely from market pressure cannot be expected. In particular, the increasing redistribution through the EU budget weakens market discipline. The mechanism of political discipline of the Treaty is provided with an effective sanction in the second stage of EMU, an equivalent sanction in the third stage of EMU is missing, however. Therefore, there is the danger that debt incentives become powerful especially after the introduction of a common European currency.

*JEL-Klassifikation: H60, F36, H87.*