

Clemens Fuest

Stabile fiskalpolitische Institutionen für die Europäische Währungsunion

Der Vertrag von Maastricht sieht bei einer zentralisierten Geldpolitik weiterhin eine weitgehende fiskalpolitische Selbständigkeit der Mitgliedstaaten vor. Reichen die eingebrachten Koordinationsvorschriften zur nationalen Verschuldungspolitik aus, um eine fiskalpolitische Disziplin der Mitgliedsländer zu erzwingen?

Die jüngste Reform des Europäischen Währungssystems hat den Fahrplan des Vertrags von Maastricht mit seinem Kernstück, der Europäischen Währungsunion, in Frage gestellt. Der Ratifizierungsprozeß ist jedoch in fast allen EG-Ländern abgeschlossen. Die Regierungen der Mitgliedstaaten wollen den Vertrag bis zur Revisionskonferenz im Jahr 1996 überarbeiten, aufgeben wollen sie das Projekt der Europäischen Währungsunion offensichtlich nicht. Wenn der Übergang zur Währungsunion – eventuell mit Verzögerungen – tatsächlich erfolgt, dann stellt sich die Frage, ob der Vertrag von Maastricht die Grundlage für eine langfristig stabile Europäische Wirtschaftsordnung darstellen kann. Vor allem für das Verhältnis zwischen Geld- und Fiskalpolitik wird dies vielfach bezweifelt.

Die Unterzeichner des Vertrags von Maastricht wollen eine Europäische Währungsunion schaffen, in der die fiskalpolitische Selbständigkeit der Mitgliedstaaten weitgehend erhalten bleibt. Die Zentralisierung der Geldpolitik hat jedoch erhebliche Konsequenzen für die fiskalpolitischen Spielräume der Teilnehmerländer. In der Währungsunion wird es nicht mehr möglich sein, die Folgen fiskalpolitischen Fehlverhaltens durch eine inflationäre Geldpolitik und Kapitalverkehrskontrollen „aufzufangen“. Optimisten nehmen an, daß dies eine größere fiskalpolitische Disziplin erzwingen wird. Pessimisten befürchten hingegen, daß einzelne Teilnehmerländer der Währungsunion im Fall finanzieller Probleme von der Europäischen Zentralbank oder der EG Hilfen verlangen und auch er-

halten könnten. Wenn derartige Hilfen gewährt würden, es also zu einem „Bailout“ käme, dann würden die Anreize zu fiskalpolitischer Disziplin in der gesamten Währungsunion reduziert. Langfristig bestünde dann die Gefahr, daß die Hauptverantwortung für die Fiskalpolitik zentralisiert wird.

Die fiskalpolitische Koordination

Im Maastrichter Vertrag wurde dem Problem eventuellen fiskalpolitischen Fehlverhaltens mit den Vorschriften zur Koordinierung der nationalen Verschuldungspolitiken Rechnung getragen¹. Nicht nur in der Übergangsphase, sondern auch nach dem Eintritt in die Währungsunion wollen die EG-Kommission und der Rat darüber wachen, daß die Regierungen der Teilnehmerländer ihre Ausgaben solide finanzieren. Wenn der Schuldenstand und die laufenden Budgetdefizite gewisse Referenzwerte überschreiten, soll die betreffende Regierung öffentlich getadelt werden. Führt dies nicht zu einer Kursänderung, dann sind finanzielle Sanktionen geplant.

In der Diskussion über diese Regelung ist vor allem kritisiert worden, daß

die fiskalischen Referenzwerte, an denen sich die Schuldenaufsicht orientieren soll, ökonomisch wenig aussagefähig sind²,

¹ Art. 104 des Vertrags über die Europäische Union (EUV). Einen Überblick über die Details der Vereinbarungen und eine kritische Analyse der gewählten fiskalischen Referenzwerte bieten etwa W. Buiter, G. Corsetti, N. Roubini: *Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht*, in: *Economic Policy* 16, April 1993, S. 58-90.

² Die Referenzwerte können gemäß Art. 104 c, Ziffer 14, Abs. 2 EUV vor dem Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion durch einstimmigen Ratsbeschluß geändert werden.

Clemens Fuest, 25, Dipl.-Volkswirt, ist Mitarbeiter des Wirtschaftspolitischen Seminars an der Universität zu Köln.

- die Entscheidung über Sanktionen nicht an Regeln gebunden ist, sondern diskretionär erfolgt und
- nicht geklärt ist, ob die fiskalpolitische Disziplinierung über die Kapitalmärkte überhaupt durch supranationale politische Institutionen ergänzt werden sollte³.

Befürworter der Schuldenaufsicht behaupten hingegen, die Disziplinierung nationaler fiskalpolitischer Entscheidungsträger allein durch Kapitalmärkte könne in einer Währungsunion mit hohem wirtschaftlichem Integrationsstand nicht funktionieren⁴. Daher sei die politische Disziplinierungslösung des Vertrags von Maastricht im Detail zwar verbesserungsfähig, grundsätzlich aber vernünftig⁵.

Eine Annäherung dieser kontroversen Standpunkte ist bislang nicht erfolgt. Dies könnte unter anderem daran liegen, daß in der Diskussion zwei Probleme vermengt werden, die getrennt voneinander behandelt werden sollten.

Erstens wird vielfach behauptet, daß die wirtschaftspolitischen Interdependenzen, die durch den internationalen Zinszusammenhang übertragen werden, eine internationale Abstimmung der nationalen Verschuldungspolitiken rechtfertigen. Viele der in diesem Zusammenhang vorgetragenen Argumente gelten zumindest qualitativ sowohl für eine Währungsunion als auch für den Fall der internationalen Kapitalmarktintegration ohne Einheitswährung.

Das zweite Problem liegt in der Gefahr eines eventuellen Staatsbankrotts. Was soll geschehen, wenn die Regierung eines Landes, das an der Währungsunion teilnimmt, zahlungsunfähig wird? Obwohl Staatsbankrotte in der einen oder anderen Form auch auftreten können, ohne daß die Bankrotteure an einer Währungsunion teilnehmen, erscheint es bei diesem Punkt eher gerechtfertigt, von einem speziellen Problem einer Währungsunion mit dezentral geführter Fiskalpolitik zu sprechen.

³ Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft: Gutachten vom 5. Juni 1989, Thema: Stellungnahme zum Bericht des Delors-Ausschusses, Göttingen 1990; sowie J. Scheide, P. Trapp: Erfordert eine europäische Währungsunion die Harmonisierung der Finanzpolitik?, in: J. Siebke (Hrsg.): Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin 1991, S. 429-446.

⁴ Vgl. hierzu etwa A. Lamfalussy: Macro-Coordination of Fiscal Policies in an Economic and Monetary Union in Europe, in: Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxemburg 1989, S. 91-124.

⁵ So trotz der insgesamt kritischen Haltung auch T. Gäckle: Die Begrenzung von Budgetdefiziten in einer Europäischen Währungsunion, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 5, S. 264-270.

⁶ Vgl. H. Matthes: Adäquate Regeln für die Fiskalpolitik der EG-Länder?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 8, S. 409-414.

Die Regeln des Vertrags von Maastricht werden vielfach mit Argumenten verteidigt, die dem ersten Typ zuzurechnen sind. Wie im folgenden gezeigt werden soll, sind diese Argumente jedoch nicht überzeugend und können in der Diskussion institutioneller Lösungen für die Europäische Währungsunion falsche Wege weisen.

Negative Externalitäten der Verschuldung?

Vielfach wird behauptet, die mit der Währungsunion verbundene Integration der Kapitalmärkte gestatte es einzelnen Regierungen, ihre Verschuldung auf Kosten anderer in die Höhe zu treiben. Dies wird mit dem Argument begründet, ein Anstieg der Kapitalnachfrage einzelner Regierungen werde zu steigenden Zinsen in ganz Europa führen, so daß alle Mitglieder der Währungsunion die „Kosten höherer realer Zinsen“ zu tragen hätten⁶.

Grundsätzlich handelt es sich bei diesem Phänomen um eine Interdependenz über Märkte. Erhöht ein Marktteilnehmer seine Nachfrage, dann steigt der Preis, wenn das Angebot nicht völlig elastisch ist. Andere Nachfrager werden verdrängt. Ohne diese Interdependenzen kann ein marktwirtschaftliches System nicht funktionieren. Wer angesichts derartiger Interdependenzen ein „Marktvorsagen“ diagnostiziert und politische Eingriffe fordert, verwechselt monetäre mit technologischen Externalitäten⁷. Im Gegensatz zu technologischen sollten monetäre Externalitäten jedoch nicht internalisiert werden, denn sie garantieren gerade, daß Märkte ihre Koordinationsfunktion erfüllen können.

Trotz dieser Einwände wird die Forderung nach politischen Absprachen wegen des internationalen Zinszusammenhangs immer wieder vorgetragen⁸. Dies könnte daran liegen, daß der Zins oft nicht in erster Linie als gewöhnlicher Preis angesehen wird, sondern als wirtschaftspolitische Zwischengröße. Hohe Realzinsen werden pauschal als wachstumshemmend und folglich als schädlich, niedrige Zinsen als wachstumssteigernd und folglich als erstrebenswert angesehen.

Diese Vorstellung ist jedoch irreführend. Wie an allen anderen Märkten ist auch an den Kapitalmärkten der „richtige“ Preis weder hoch noch niedrig, sondern der

⁷ Vgl. R. Vaubel: Internationale Absprachen oder Wettbewerb in der Konjunkturpolitik?, Tübingen 1980; ders.: Collusion or Competition among National Macro-Economic Policies?, in: F. Machlup, G. Fels, H. Müller-Groeling (Hrsg.): Reflections on a Troubled World Economy, London, Basingstoke 1983, S. 3-28.

⁸ So etwa auch bei L. A. Bovenberg, J. M. Kremers, P. R. Masson: Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies, IMF Staff Papers, Vol. 38, Nr. 2, Juni 1991, S. 383; sowie P. R. Masson, M. P. Taylor: Fiscal Policy within Common Currency Areas, in: Journal of Common Market Studies, Vol. 31, Nr. 1, März 1993, S. 33.

Preis, der dafür sorgt, daß der Kapitalnachfrage ein entsprechendes Angebot gegenübersteht und umgekehrt. Daß Regierungen nur dann Kapital aufnehmen sollten, wenn sie es effizienter verwenden als die verdrängten privaten Investoren, heißt nicht, daß politisch entschieden werden muß, welcher Zins der richtige ist.

Für das hier im Mittelpunkt stehende Problem muß hinzugefügt werden, daß der internationale Zinszusammenhang auch bei flexiblen Wechselkursen besteht. Selbst wenn man der Auffassung ist, der internationale Zinszusammenhang stelle ein Problem für die Wirtschaftspolitik dar, ist die Frage des besonderen fiskalpolitischen Koordinationsbedarfs in einer Währungsunion unabhängig davon zu diskutieren. Hinzu kommt, daß Obergrenzen für die Verschuldung öffentlicher Haushalte ein wenig geeignetes Instrument für die Internalisierung der monetären Externalitäten an den internationalen Kapitalmärkten wären.

Es läßt sich festhalten, daß Kapitalmärkte nicht die Aufgabe haben, die „nationalen Zinsniveaus“ voneinan-

⁹ Eine zunehmende öffentliche Kreditnachfrage muß nicht in jedem Fall einen Kapitalimport auslösen. Dies ist nur dann möglich, wenn Kapitalanbieter bereit sind, der betreffenden Regierung Kredite einzuräumen. Daß dies auch bei hohen Risikoaufschlägen nicht immer geschieht, mußten in den achtziger Jahren vor allem lateinamerikanische Staaten erfahren, vgl. B. Duhosch, A. Freytag, M. Krüger: Leistungsbilanzsalden und internationale Wettbewerbsfähigkeit, Köln 1992, S. 168 f.

¹⁰ Auch Autoren, die in diesem Zusammenhang auf der Grundlage spieltheoretischer Modelle argumentieren, betrachten den Mechanismus des internationalen Zinszusammenhangs als Grund, eine Koordination der Budgetdefizite durch Absprachen zu empfehlen. Für eine Kritik dieser Vorgehensweise siehe C. Fuest: Budgetdefizite in einer Europäischen Währungsunion – Bedarf es gemeinsamer Verschuldungsregeln?, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 42. Jg., 1993, Nr. 2.

der unabhängig zu machen, sondern eher das genaue Gegenteil. Die Disziplinierung der öffentlichen Schuldner erfolgt durch eine Differenzierung bei den Zinssätzen, wobei das Ausmaß der Differenzierung die Einschätzung der Schuldner durch die Kapitalanbieter widerspiegelt. Diese Differenzierung führt jedoch keineswegs zu einer völligen Auflösung des internationalen Zinszusammenhangs. Wie auf anderen Märkten führt im Normalfall auch auf dem internationalen Kapitalmarkt eine wachsende Nachfrage einzelner ceteris paribus zu steigenden Preisen für alle⁹. Es wäre jedoch abwegig, hieraus zu schließen, daß diejenigen, die ihre Nachfrage ausdehnen, auf Kosten der anderen „trittbrettfahren“¹⁰.

Verschuldung aus politökonomischen Gründen

Eventuell könnte es ein anderes Problem sein, das eine Begrenzung der Staatsverschuldung durch supranationale Regeln attraktiv erscheinen läßt. Derartige Regeln könnten als Mittel betrachtet werden, eine unabhängig von der Frage des internationalen Zinszusammenhangs als zu hoch angesehene Verschuldungsneigung der nationalen Regierungen in Europa einzudämmen. Vieles spricht in der Tat dafür, daß demokratische Regierungen aus Gründen der Machterhaltung dazu neigen, Ausgaben durch Kreditaufnahme zu finanzieren, obwohl dies gesamtwirtschaftlich schädlich ist. Dies ist ein generelles Problem kollektiver Entscheidungsmechanismen¹¹.

¹¹ Eine empirische Untersuchung der Ursachen für Budgetdefizite in Industrieländern zwischen 1960 und 1985 bieten N. Roubini, J. D. Sachs: Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies, NBER Working Paper Nr. 2682, 1988.

Kapitalmärkte können Regierungen nicht davon abhalten, Mittel aus Krediten in einem gewissen Umfang für unrentable Investitionen einzusetzen. Kapitalanbieter werden mit einer vollständigen Verweigerung weiterer Kredite erst dann reagieren, wenn abzusehen ist, daß die Schulden eventuell nicht bedient werden. Vor allem bei öffentlichen Schuldern, die auch in einer Währungsunion noch über eine erhebliche immobile Steuerbasis verfügen werden, besteht jedoch ein erheblicher Spielraum für den verschwenderischen Umgang mit Kreditmitteln.

Die Rolle der Kapitalmärkte bei der Sanktionierung des Fehlverhaltens von Regierungen ist daher beschränkt. Von Kapitalmärkten kann erwartet werden, daß sie zu dieser Sanktionierung durch Risikozuschläge und möglicherweise durch Kapitalabwanderung beitragen. Dieser Effizienzdruck nimmt durch die Kapitalmarktintegration in Europa zu, er kann jedoch nicht alle Kontrollprobleme politischen Handelns lösen.

Ob diese Probleme jedoch durch ein supranationales Aufsichtsgremium angegangen werden sollten, das obendrein von denjenigen kontrolliert wird, die eigentlich beaufsichtigt werden sollen, ist vor allem aus Gründen mangelnder Anreize zweifelhaft. Es erscheint wenig realistisch zu erwarten, daß eine qualifizierte Mehrheit im Rat um den Preis diplomatischer Verstimmungen ein Mitgliedsland wegen einer lediglich ineffizient hohen Kreditfinanzierung öffentlicher Ausgaben an den Pranger stellt¹². Das kann man allenfalls erwarten, wenn in einem Land tatsächlich eine öffentliche Insolvenz droht und die anderen Regierungen befürchten, in irgendeiner Weise haften zu müssen. Das Hauptproblem der fiskalpolitischen Regeln für eine Europäische Währungsunion liegt nicht in der Optimierung der öffentlichen Kreditaufnahme, sondern in der Frage eines sinnvollen Verfahrens für den Fall einer öffentlichen Finanzkrise in einem der Teilnehmerstaaten.

Das Bailout-Problem

Bei der Gestaltung des Vertrags von Maastricht ist durchaus beachtet worden, daß der Erfolg der Währungsunion durch einen Staatsbankrott in einem der Teilnehmerländer gefährdet werden kann. Der „No-Bailout-Klausel“ des Maastrichter Vertrages (Art. 104 b Abs. 1 EUV) wird zu Recht herausragende Bedeutung für das Funktionieren der Währungsunion zugemessen. Wenn Kapital-

anbieter in Währungsunionen tatsächlich nicht zwischen soliden und unsoliden öffentlichen Schuldnern differenzieren, dann kann dies daran liegen, daß im Fall der Insolvenz einer Regierung eine Solidarhaftung aller an der Währungsunion beteiligten Staaten erwartet wird¹³. Eine Disziplinierung öffentlicher Schuldner durch Märkte funktioniert nur, wenn eine europaweite Solidarhaftung für öffentliche Bankrotteure glaubwürdig ausgeschlossen werden kann. Dieser Punkt ist weitgehend unumstritten. Es geht hier also nicht um Externalitäten, die über die Kapitalmärkte übertragen werden, sondern gewissermaßen um „politische“ oder „institutionelle“ Externalitäten in Form einer Solidarhaftung.

Die Vereinbarung der gemeinsamen Beaufsichtigung des Finanzgebarens in den Mitgliedstaaten zeigt allerdings, daß auch die Unterzeichner des Vertrags von Maastricht die No-Bailout-Klausel allein als unzureichend ansehen, um mit einer eventuellen öffentlichen Finanzkrise in der Europäischen Währungsunion umzugehen. Es ist allerdings fraglich, ob die vereinbarte Schuldenaufsicht die No-Bailout-Klausel sinnvoll ergänzt.

Die Bedeutung der Schuldenaufsicht

Wenn man annimmt, daß die finanziell solideren nationalen Regierungen in der Europäischen Währungsunion vermeiden wollen, für die Verbindlichkeiten einzelner unsolider Mitglieder haften zu müssen, dann ist es sehr wahrscheinlich, daß das Verfahren der Schuldenaufsicht tatsächlich genutzt wird. In diesem Fall stellt sich jedoch die Frage der Sanktionen. Während vor dem Eintritt in die Währungsunion der Ausschluß von der Teilnahme, wenn er tatsächlich durchgesetzt wird, disziplinierende Wirkung haben könnte¹⁴, stehen nach dem Eintritt nur noch Sanktionen zur Verfügung, die von zweifelhaftem Wert sind¹⁵.

Daß Appelle und öffentliche Aufforderungen aus Brüssel eine nationale Regierung tatsächlich gegen ihren Willen zwingen können, einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel herbeizuführen, ist eher unwahrscheinlich. Trotz der Tatsache, daß die nationalen Regierungen die EG-

¹² Formale Regeln zur Verschuldungsbegrenzung, die trotz der vorhandenen diskretionären Spielräume zur Begründung von Sanktionen herangezogen werden müßten, haben sich beispielsweise im Fall vieler US-Bundesstaaten schon deshalb als wenig effektiv erwiesen, weil sie relativ leicht zu umgehen sind; vgl. J. v. Hagen: A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints, in: Journal of Public Economics 44, 1991, S. 199-210.

¹³ Empirisch ist ein Zusammenhang zwischen Risikoprämien bei Anleihezinsen und der finanziellen Solidität öffentlicher Schuldner durchaus beobachtbar. Die Disziplinierung durch Märkte kann aber durch ein erwartetes Bailout geschwächt werden; vgl. hierzu T. D. Lane: Market Discipline, IMF Staff Papers, Vol. 40, März 1993.

¹⁴ Vgl. A. Giovannini, L. Spaventa: Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-Entry Clause, CEPR Discussion Paper Nr. 516, 1991.

¹⁵ Im Art. 104c Abs. 11 des Vertrags über die Europäische Union sind die möglichen Sanktionen aufgezählt; der Beschluß zur Verhängung von Sanktionen erfordert eine Zweidrittelmehrheit der gewogenen Stimmen im Rat; der „Angeklagte“ ist von der Abstimmung ausgeschlossen.

Politik in ihren Grundzügen beherrschen, gelingt es ihnen erfahrungsgemäß, sich von der „Brüsseler Politik“ zu distanzieren. In den Augen der jeweiligen nationalen Öffentlichkeit wird es leicht sein, einen von der Gemeinschaft geforderten, für einflußreiche nationale Interessengruppen mit hoher Wahrscheinlichkeit schmerzhaften Sparkurs abzulehnen und statt dessen beispielsweise die Solidarität der anderen EG-Staaten einzufordern.

Dies gilt in noch höherem Maße für mögliche finanzielle Sanktionen. Wenn die EG gegen eine Regierung, die sich durch eine unsolide Haushaltspolitik in finanzielle Schwierigkeiten bringt, auch noch „Geldbußen in angemessener Höhe“¹⁶ verhängt, könnte die EG bei einer Verschärfung der Finanzkrise für die Lage mitverantwortlich gemacht werden; wer andere bevormunden will, muß damit rechnen, für das Wohlergehen des Mündels Sorge tragen zu müssen. Die Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Klausel könnte daher durch die supranationale Schuldenaufsicht beschädigt werden. Die Disziplinierungsfunktion der internationalen Kapitalmärkte würde somit beeinträchtigt. Das Ergebnis wäre ein durch wirtschaftspolitische Eingriffe verursachtes Marktversagen, das eigentlich mittels eben dieser Eingriffe korrigiert werden sollte.

Es ist daher keineswegs selbstverständlich, daß die gemeinsame Schuldenaufsicht unsolide Regierungen in der Währungsunion zu einem Kurswechsel zwingen kann. Wenn es trotz der ergriffenen Sanktionen zu einer öffentlichen Finanzkrise kommt, dann fordert die No-Bailout-Klausel, daß die Gemeinschaft sich „schulterzuckend“ abwendet. Akzeptiert man, daß man in einer Währungsunion mit dezentral geführter Fiskalpolitik Staatsbankrotte letztlich nicht ausschließen kann, dann wird deutlich, daß die geplante Schuldenaufsicht keine sinnvolle Ergänzung der No-Bailout-Klausel darstellt.

Lehren aus der Finanzkrise New Yorks

Die Schuldenaufsicht des Vertrags von Maastricht wird häufig mit dem Hinweis auf die Finanzkrise der Stadt New York im Jahr 1975 verteidigt¹⁷. Diese Krise wird unter anderem als Beleg für die Hypothese angeführt, daß die Kapitalmärkte bei öffentlichen Schuldnern, die in finanzielle Bedrängnis kommen, zu spät, dann aber mit einem vollständigen Kreditstopp zu abrupt reagieren werden¹⁸. Folglich sei es notwendig, durch eine politische Überwachung des öffentlichen Finanzgebarens Fehlentwicklungen bereits frühzeitig aufzudecken.

Dagegen ist einzuwenden, daß die Anleihen der Stadt New York bereits 1965, also zehn Jahre vor dem Höhepunkt der Finanzkrise, nur mit deutlichen Risikoaufschlägen bei der Verzinsung zu plazieren waren, weil seit Anfang der sechziger Jahre konsumtive Ausgaben in erheblichem Umfang durch Kredite finanziert worden waren¹⁹. Zwar lassen sich aus diesem Einzelfall keine allgemeingültigen Schlußfolgerungen ableiten, man kann aber nicht behaupten, die Finanzkrise der Stadt New York sei eingetreten, weil eine Reaktion der Kapitalmärkte ausgeblieben oder zu spät gekommen sei, es sei denn, man hält eine Zeitspanne von etwa zehn Jahren für zu kurz.

Es liegt nun nahe einzuwenden, die Reaktion sei vielleicht früh erfolgt, ihre disziplinierende Wirkung aber nicht hinreichend gewesen, denn die Regierung der Stadt New York hat sich trotz der hohen Zinsen weiter verschuldet und schließlich in den Bankrott gewirtschaftet. Allerdings ist dabei zu beachten, daß die US-Bundesregierung eingegriffen hat, bevor öffentliche Anleihen tatsächlich „geplatzt“ sind.

Insofern ist das Beispiel der Stadt New York für die Frage der Staatsverschuldung in einer Europäischen Währungsunion interessant, denn dort soll ein Bailout im Fall eines Staatsbankrotts verhindert werden. Es lohnt sich daher, auf den Verlauf der Finanzkrise zurückzublicken: Einige Monate vor dem Höhepunkt der Krise wurde ein Gremium von hohen Bankenvertretern gebildet (die „Patterson-Group“, benannt nach ihrem Vorsitzenden, der damals die Bank J.P. Morgan leitete), um die zerrütteten Finanzen der Stadt New York zu ordnen. Den Verlauf der von diesem Gremium betriebenen „Rettungsaktion“ schildert Chernow (1990) wie folgt:

„... die Bankiers waren so angeschlagen wie die City selbst. Sie hatten der Stadt Kredite über mehrere Milliarden Dollar gewährt... Im Mai 1975 wurde der Handel von Schuldverschreibungen der Stadt New York ausgesetzt... Von nun an mußte die Rettungsaktion durch „Lobbying“ in Washington und Albany erfolgen. Die Bankiers appellierten an die Regierung, sie selbst und nicht nur die City zu retten... Patterson vereinbarte ein Treffen mit Präsident Ford, mit dem er schon zu College-Zeiten Football gespielt hatte... Im November kündigte der Staat New York (der zwischenzeitlich eingegriffen hatte, aber schnell überfordert war, C.F.) ein Moratorium auf 1,6 Milliarden US-Dollar kurzfristiger Schulden an. Präsident Ford befürchtete nun eine Ausweitung der Krise und ließ den

¹⁶ Vgl. Committee for the Study of Economic and Monetary Union: Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxemburg 1989, Ziffer 30.

¹⁹ Vgl. E. M. Gramlich: The New York City Fiscal Crisis: What Happened and What is to be Done?, in: American Economic Review, Vol. 66, Nr. 2, 1976, S. 421 f.

¹⁶ So die Formulierung des Art. 104c Ziffer 11 des Vertrags über die Europäische Union.

¹⁷ Vgl. etwa A. Lamfalussy, a.a.O., S. 125.

Kongress einen Kredit in Höhe von 2,4 Milliarden US-Dollar an die Stadt New York genehmigen.²⁰

In den Jahren nach der New Yorker Krise hat die US-Bundesregierung ein umfangreiches Programm zur Unterstützung der amerikanischen Kommunen aufgelegt. Dieses Programm hat zu einem dramatischen Anstieg der Zuweisungen an nachgeordnete Körperschaften geführt und deren fiskalpolitische Selbständigkeit entsprechend reduziert²¹.

Natürlich ist die EG ein Staatengebilde, das bislang wesentlich weniger politische Integration aufweist als die USA. Dennoch lassen sich auch für die Europäische Währungsunion einige Lehren aus dem geschilderten Fall ziehen:

□ In den USA war eine Solidarhaftung in Form eines Eingriffs durch die Bundesregierung nicht vorgesehen, aber auch nicht ausdrücklich ausgeschlossen. Ein ausdrücklicher und glaubwürdiger Ausschluß der Solidarhaftung hätte die Risikoprämien an den Finanzmärkten eventuell erhöht und die Disziplinierungswirkung verbessert. Außerdem ist nicht auszuschließen, daß die New Yorker Stadtregierung ihrerseits auf ein Bailout spekuliert hat und daher darauf verzichten konnte, die Finanzkrise durch unpopuläre und schmerzhaft Sparmaßnahmen selbständig abzuwenden. Die institutionellen Arrangements der Europäischen Währungsunion müssen daher garantieren, daß die politische Strategie, auf ein Bailout zu setzen, aus der Sicht der einzelnen nationalen Regierungen unattraktiv wird.

□ Die US-Bundesregierung hatte eingegriffen, bevor die Zahlungen tatsächlich eingestellt wurden. Vieles spricht dafür, daß unter den derzeit geltenden institutionellen Arrangements bei einer sich abzeichnenden Finanzkrise auch die Regierungen der Gemeinschaft der Versuchung erliegen könnten, die Angelegenheit etwa durch eine Aufstockung der Finanztransfers im Rahmen der EG-Strukturpolitik oder durch den Kohäsionsfonds elegant aus der Welt zu schaffen²². Zu einer wirklichen Zahlungsunfähigkeit wird man es kaum kommen lassen, denn ein solcher Staatsbankrott würde auch als Mißerfolg der Währungsunion und damit der politischen Integration überhaupt angesehen werden. Den mahnenden Hinweis auf die ord-

nungspolitischen Konsequenzen einer solchen Solidarhaftung wird man vermutlich als nationalen Egoismus oder herzlose Prinzipienreiterei abtun²³. Gegen eine derartige Reaktion würde sprechen, daß die Bereitschaft zu „supranationaler Solidarität“ in Europa bei den meisten Wählern eher gering sein dürfte²⁴. Die bereits heute erhebliche Umverteilung im Rahmen der EG-Politik hat dies jedoch nicht verhindert. Eben diese Umverteilungsmechanismen könnten für ein Bailout mißbraucht werden. Dies gilt es zu verhindern, etwa indem die diskretionären Spielräume im Bereich der supranationalen Umverteilungsmechanismen deutlich eingeschränkt werden.

□ Es ist unklar, was geschehen wäre, wenn die US-Bundesregierung auf dem Höhepunkt der New Yorker Finanzkrise nicht eingegriffen hätte. Wenn private Wirtschaftssubjekte die Zahlungen einstellen, dann führt dies zur Eröffnung eines Konkurs- oder Vergleichsverfahrens. Öffentliche Insolvenzen hingegen führen im Regelfall in eine „institutionelle Sackgasse“. Der Eingriff der US-Bundesregierung wäre eventuell ausgeblieben, wenn ein Verfahren existiert hätte, das eine ordentliche Abwicklung einer öffentlichen Insolvenz vorsieht. Daß das Konkursproblem in den existierenden Föderationen bislang keine bedeutende Rolle gespielt hat, dürfte unter anderem daran liegen, daß in allen Bundesstaaten mehr oder weniger umfangreiche Finanztransfers zwischen den beteiligten öffentlichen Gebietskörperschaften stattfinden, die Solidarhaftung also implizit vorliegt. Wenn dies für die EG ausgeschlossen sein soll, bedarf es offensichtlich institutioneller Innovationen.

Abwicklung von Staatsbankrotten

Wenn die finanzielle Selbständigkeit der EG-Länder und folglich auch die Verantwortung für die eigene finanzielle Solidität in der Europäischen Währungsunion erhalten bleiben sollen, liegen öffentliche Insolvenzen unweigerlich im Bereich des Möglichen. Wer das nicht hinnehmen will, muß entweder für ein Bailout und damit langfristig für eine weitgehende Zentralisierung der Staatsfinanzen in Europa plädieren oder aber gegen die Einheitswährung eintreten. Wenn diese beiden Alternativen ausgeschlossen werden sollen, stellt sich die Frage sinnvoller Verfahrensregeln für den Fall einer öffentlichen Insolvenz.

²⁰ R. Chernow, *The House of Morgan*, New York 1990, S. 619 ff. (Übersetzung C.F.).

²¹ Einen Überblick über verschiedene Details dieser Entwicklung geben die Beiträge in: L. K. Hubbell (Hrsg.): *Fiscal Crisis in American Cities: The Federal Response*, Cambridge (Mass.), 1979.

²² Dies befürchten auch L. A. Bovenberg et al., a.a.O., S. 382; und O. Issing: *Disziplinierung der Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion?*, in: D. Duwendag, J. Siebke (Hrsg.): *Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Band 220, Berlin 1993, S. 186 f.

²³ Präsident Ford hatte anfänglich gezögert, der Stadt New York finanziell zu helfen. Einige Jahre später, als Ford die Präsidentenwahlen gegen Carter verloren hatte, soll der noch immer amtierende New Yorker Bürgermeister Beame über ihn gesagt haben: „If Ford had said yes that day (am Tag des ersten „Hilferufs“, C.F.), he would have been President today.“ (R. Chernow, a.a.O., S. 620.)

²⁴ Vgl. O. Sievert: *Geld, das man nicht selbst herstellen kann*, in: *FAZ* vom 26. September 1992.

Es wäre naheliegend, in einem solchen Verfahren beispielsweise den Ausschluß des Bankrotteurs aus der Währungsunion und die Wiedereinführung einer nationalen Währung festzuschreiben. Denkbar wäre auch die Einführung eines gerichtlichen Konkursverfahrens, das lediglich den Ausfall der Forderungen an den öffentlichen Schuldner feststellt²⁵. Alternativ könnte in einem Vergleichsverfahren eine anteilige Rückzahlung von Staatsschulden vereinbart werden. Die Vorteile der rechtlichen Implementierung eines Insolvenzverfahrens für öffentliche Schuldner liegen auf der Hand:

- Wahrscheinlich würden weniger Investoren auf ein Bailout spekulieren; die Kapitalmärkte würden also die richtigen Anreize setzen. Außerdem würden die Kapitalanleger bei der Vergabe von Krediten an öffentliche Schuldner vorsichtiger agieren und Risiken international stärker diversifizieren. Eine durch einen Staatsbankrott ausgelöste Krise des Bankensystems wäre weniger wahrscheinlich.
- Die Glaubwürdigkeit der Europäischen Geldpolitik würde gestützt.
- Regierungen, die in einer schwierigen finanziellen Lage auf die Haftung der anderen spekulieren und daher darauf verzichten könnten, unpopuläre Sparmaßnahmen durchzuführen, würden verunsichert.
- Sollte ein öffentlicher Schuldner die Zahlungen dennoch einstellen, würde der Europäischen Notenbank und den anderen EG-Ländern die Verweigerung eines Bailout erleichtert, denn ein Staatsbankrott würde nicht in eine unregelte Krise einmünden.

Die No-Bailout-Klausel würde insgesamt also an Glaubwürdigkeit gewinnen. Damit ein solches Konkursverfahren überhaupt zum Zuge kommt, müßte allerdings verhindert werden, daß supranationale Umverteilungs-

mechanismen schon im Vorfeld einer Krise für ein Bailout mißbraucht werden. Die Anreize, Staatsbankrotte so abzuwenden, sind zwar geringer, wenn ein Verfahren für öffentliche Insolvenzen existiert. Dennoch ist es möglich, daß die Regierungen der Gemeinschaft in einer Krisensituation zu diesem Mittel greifen, um einem Mitgliedsland die Blamage eines Konkurs- oder Vergleichsverfahrens zu ersparen.

Schlußfolgerungen

Die derzeit geplante Kombination der No-Bailout-Klausel mit dem gemeinschaftlichen Verfahren bei übermäßigen Haushaltsdefiziten ist keine langfristig stabile institutionelle Lösung für eine Europäische Währungsunion mit dezentral geführter Fiskalpolitik. Die Wahl besserer fiskalischer Referenzwerte, härterer Sanktionen und die Abschaffung der Ermessensspielräume bei der Beaufsichtigung des nationalen Finanzgebarens mögen die Auswahl der Beitrittskandidaten verbessern²⁶. Nach dem Eintritt in die Währungsunion sind diese Mechanismen nicht mehr sehr hilfreich, es sei denn, man würde einen Austritt aus der Währungsunion mit einer Wiedereinführung der nationalen Währung als Sanktion einführen.

Wenn verhindert werden soll, daß die Finanzprobleme untergeordneter Körperschaften in einer Währungsunion zu einem Bailout und damit einer schleichenden Zentralisierung fiskalpolitischer Kompetenzen führen, wie es in den meisten existierenden Föderationen geschehen ist, dann bedarf es eines Verfahrens für öffentliche Insolvenzen. Nach dem Eintritt in die Währungsunion könnte ein solches Verfahren an die Stelle der dann möglicherweise kontraproduktiven Schuldenaufsicht treten. Zusätzlich müßten die diskretionären Handlungsspielräume im Bereich der supranationalen Umverteilungsmechanismen reduziert werden, damit diese nicht für ein Bailout mißbraucht werden können. Zu diesen Umverteilungsmechanismen gehören die EG-Strukturfonds, der Kohäsionsfonds und die Europäische Investitionsbank.

Die vorgebrachten Empfehlungen haben weitgehende institutionelle und prozessuale Konsequenzen. Sie dürften in den Verhandlungen zur Revision des Vertrags von Maastricht nur geringe Realisierungschancen aufweisen. Diese Probleme zeigen, daß die Europäische Währungsunion schwer zu handhabende Risiken mit sich bringt, die über die Frage der Preisstabilität weit hinausgehen. Wenn es nicht möglich ist, institutionelle Arrangements zu entwickeln und zu implementieren, die eine europäische Ordnung mit dezentralisierter Fiskalpolitik bei zentraler Geldpolitik zu stabilisieren versprechen, dann sollte das Projekt der Europäischen Währungsunion, über dessen Nutzen sich ohnehin die Geister scheiden, überdacht werden.

²⁵ Ein Zugriff auf vorhandene Aktiva des Bankrotteurs, wie es bei privatwirtschaftlichen Konkursverfahren üblich ist, kann gegenüber souveränen Schuldner nicht durchgesetzt werden. Es wäre jedoch denkbar, daß Regierungen im Vorhinein „freiwillig“ Sicherheiten bieten, um ihre Kreditkonditionen zu verbessern. In jedem Fall müßte eine Regierung, die einmal die Zahlungen einstellt, mit erheblichen politischen Kosten rechnen; außerdem dürfte eine Kreditaufnahme nach einer Insolvenz erheblich erschwert sein; damit existieren auch für souveräne Schuldner Anreize, Insolvenzen zu vermeiden. Ein historisches Beispiel ist das Schicksal des kaiserlichen, aber unter chronischem Geldmangel leidenden Edward III., König von England. Nachdem er einmal Schulden an italienische Gläubiger nicht zurückgezahlt hatte und bei Brüsseler Bankiers neue Kredite aufnehmen wollte, verlangten diese seine Krone als Pfand, vgl. J. H. Makin: *The Global Debt Crisis*, New York 1984.

²⁶ Eine kritische Analyse dieser Frage bieten M. Klein, M. J. M. Neuman: *Fiskalpolitische Regeln und Beitrittsbedingungen für die Europäische Währungsunion: Eine Analyse der Beschlüsse von Maastricht*, in: D. Duwendag, J. Siebke (Hrsg.): *Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 220, Berlin 1993, S. 220 ff.