

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Schröder, Jörg

Article

## Verschuldungslizenzen als Alternative zum Stabilitäts- und Wachstumspakt

Wirtschaftsdienst

Wirtschaftsdienst  
Zeitschrift für Wirtschaftspolitik

Suggested citation: Schröder, Jörg (1999) : Verschuldungslizenzen als Alternative zum Stabilitäts- und Wachstumspakt, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Vol. 79, Iss. 7, pp. 412-420, <http://hdl.handle.net/10419/40339>

### Nutzungsbedingungen:

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

### Terms of use:

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

Jörg Schröder

# Verschuldungslizenzen als Alternative zum Stabilitäts- und Wachstumspakt

*Der Stabilitäts- und Wachstumspakt sieht strenge Kriterien für die Haushaltspolitik der einzelnen Mitgliedsländer vor und soll die Stabilität der EWWU sichern. Was ist dieser Pakt jedoch wert, wenn bereits fünf Monate nach seinem Inkrafttreten die Haushaltsdisziplin für ein einzelnes Land gelockert wird? Ist die strenge Sanktionsmechanik des Paktes überhaupt sinnvoll? Wie ist demgegenüber eine alternative Strategie in Form von Verschuldungslizenzen zu beurteilen?*

Der Beginn des Jahres 1999 ist durch die unwider-  
ruffliche Einführung der gemeinsamen europäi-  
schen Währung gekennzeichnet. Die Europäische  
Währungsunion wird damit Wirklichkeit. Sie bildet die  
letzte und entscheidende Stufe eines Projektes, das  
am 1. Juli 1990 mit der Abschaffung der Kapital-  
verkehrscontrollen in Europa begonnen hat.

Lange Zeit bestanden Zweifel, ob der Zeitplan für  
die Einführung der Gemeinschaftswährung, wie er im  
Vertrag über die Europäische Union (EU) am 7. Fe-  
bruar 1992 in Maastricht verabschiedet worden war,  
eingehalten werden könnte. Referenden und Pro-  
bleme bei der parlamentarischen Ratifikation sowie  
eine Klage vor dem Bundesverfassungsgericht in der  
Bundesrepublik Deutschland verzögerten zunächst  
sein Inkrafttreten und machten darüber hinaus  
Vertragsergänzungen notwendig. Aber nicht nur der  
Zeitplan sorgte lange Zeit für eine kontroverse politi-  
sche und wissenschaftliche Diskussion.

## Gefahren für die Stabilität?

Die Entwicklung in Richtung Europäische Wirt-  
schafts- und Währungsunion (EWWU) war von An-  
fang an durch die Sorge um die Stabilität der Ge-  
meinschaftswährung geprägt. Es besteht nach wie  
vor die Befürchtung, daß die Unionsländer ohne bin-  
dende fiskalische Regeln eine systematische Ten-  
denz in Richtung übermäßiger öffentlicher Netto-  
kreditaufnahme entwickeln. Das Argument basiert auf  
der häufig vorgebrachten These, daß es die mit einer  
Währungsunion verbundene vollständige Integration  
der Kapitalmärkte einzelnen Regierungen gestatte,  
sich auf Kosten anderer Staaten verstärkt zu ver-

schulden. Die negativen Folgen der steigenden  
Verschuldung hat somit nicht allein das sich ver-  
schuldende Land zu tragen, sondern die gesamte  
Gemeinschaft<sup>1</sup>. So führen Zinssteigerungen zu einer  
Erhöhung der Kosten einer (eventuellen) Defizitfinan-  
zierung in den betroffenen Ländern. Im Gleichschritt  
mit dem Zinsanstieg können in den anderen Mit-  
gliedsländern Crowding-Out-Effekte mit der Folge  
von Wachstums- und Beschäftigungseinbußen wirk-  
sam werden.

Gleichzeitig kann Druck auf die Europäische Zen-  
tralbank entstehen, wenn die steigende Kredit-  
nachfrage zu einer Zinssteigerung führt, die ihren wirt-  
schaftspolitischen Zielvorstellungen entgegensteht,  
und wenn sie sich zur Vermeidung negativer konjunk-  
tureller Impulse zu einer Alimentierung der Defizite ge-  
zwungen sieht. Zusätzlich kann es zu einer Geld-  
mengenexpansion kommen, wenn die Zentralbank  
versucht, eine auf staatliche Nettokreditaufnahme  
zurückgehende tendenzielle Aufwertung der Unions-  
währung zu verhindern. Auch von der Geldmengen-  
expansion wären alle Unionsländer, unabhängig vom  
Verursacher, gleich betroffen. Dies läßt erwarten, daß  
insbesondere Länder mit hoher öffentlicher Verschul-  
dung ihren Einfluß bei der Europäischen Notenbank  
geltend machen werden, um den Nominalwert der  
staatlichen Schuldendienstverpflichtungen sowie der  
Staatsschuld selbst durch eine unerwartet hohe  
Inflationsrate zu denominieren<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Zu diesen Bedenken siehe u.a. H. Matthes: Adäquate Regeln für die Fiskalpolitik?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 8, S. 409 ff.; S. Hamacher, W. Klein: Finanz- und geldpolitische Implikationen der Vollendung des europäischen Binnenmarktes und der Schaffung der Wirtschafts- und Währungsunion, in: H. Gröner, A. Schüller (Hrsg.): Die europäische Integration als ordnungs-  
politische Aufgabe, Stuttgart 1993, S. 173-193 sowie M. Klein, M.J.M. Neumann: Fiskalpolitische Regeln und Beitritts-  
bedingungen für die Europäische Währungsunion: Eine Analyse der Beschlüsse von Maastricht, in: D. Duwendag, J. Siebke (Hrsg.): Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungs-  
union, Berlin 1993, S. 195-226.

Jörg Schröder, 30, Dipl.-Volkswirt, ist wissen-  
schaftlicher Mitarbeiter am Fachbereich  
Wirtschaftswissenschaften der Westfälischen  
Wilhelms-Universität Münster.

## Die Bail-Out-Problematik

Diese Argumente bedürfen jedoch einer eingehenden Überprüfung. Der Kapitalmarkt einer Europäischen Währungsunion ist in einer idealen Welt bei der Existenz unsicherer Erwartungen theoretisch dadurch gekennzeichnet, daß Risikoaufschläge im Zins bei verstärkter staatlicher Defizitpolitik erhoben werden. Bei einer geringen Schuldenquote gehen die Kreditgeber davon aus, daß der Staat in der Lage ist, seinen Kreditverpflichtungen nachzukommen. Mit zunehmender Verschuldung des Staates werden die Anbieter eine Risikoprämie fordern, um das steigende Ausfallrisiko zu kompensieren. Sinkt also die Rückzahlungswahrscheinlichkeit bei steigender Schuldenquote, so muß der vereinbarte Zins steigen. Wird eine bestimmte Schuldenquote überschritten, kann es unter Umständen trotz Risikoprämie zu einem Kreditstopp kommen.

Der Marktmechanismus spiegelt auf beiden Seiten die Disziplinierungshypothese wider: Die Angebotsseite fordert aufgrund vermuteter Zahlungsschwierigkeiten des Staates zunehmende Risikoaufschläge im Zins, der Staat reagiert bei der Kreditaufnahme zinsempfindlich und wird durch steigende Grenzkosten der Verschuldung diszipliniert. Dies würde zwangsweise zu einem ernsthaften Interesse der an der Währungsunion teilnehmenden Länder führen, exzessive Defizite in ihren Haushalten zu vermeiden.

Aber nicht nur aufgrund einer gestiegenen Risikoprämie erhöht sich das Zinsniveau. In Abhängigkeit vom Ausmaß der zusätzlichen Kreditnachfrage des agierenden Landes kommt es zu einer weiteren Erhöhung des unionsweiten Zinsniveaus durch die gestiegene Nachfrage nach Krediten. Denn eine erhöhte Nachfrage nach einem knappen Gut – in diesem Fall Kapital – führt zu steigenden Preisen (Zinsen) für alle Nachfrager auf dem entsprechenden Markt. Insofern setzt sich die Zinserhöhung aus zwei Kom-

ponenten zusammen: Einerseits steigt die Risikoprämie für das sich verschuldende Land, andererseits erhöht sich aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach Kapital das Zinsniveau für alle europäischen Länder. Insgesamt würde es sich bei der Erhöhung des europäischen Zinsniveaus durch staatliche Kreditaufnahme lediglich um einen rein marktmäßigen Effekt handeln. Eine weitere Betrachtung dieses Marktes wäre nicht notwendig und ein Eingriff aufgrund der Funktionsweise dieses Marktes wäre allokationstheoretisch falsch. Schließlich entstehen sogar mikroökonomische Effizienzgewinne durch einen größeren, europaweiten Kreditmarkt.

Diese bisher aufgezeigte Position ist jedoch ein Analogieschluß zum Fall eines privaten Schuldners und unterstellt die Bedingungen, die einem neoklassischen Modell allgemein zugrunde liegen. Es wird unter anderem angenommen, daß einerseits keine Regelungen existieren, die staatliche Anleihen risikolos erscheinen lassen. Der Markt muß also davon überzeugt sein, daß es weder zu einer direkten Schuldenübernahme der Mitgliedstaaten der Gemeinschaft kommt, noch, daß die Verschuldung durch die Europäische Zentralbank monetär alimentiert wird. Andererseits müssen die staatlichen Kreditnehmer auf die vom Markt ausgehenden Risikoprämien im Zins reagieren.

Aber sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite sprechen Argumente gegen eine effektive Disziplinierung staatlicher Haushaltspolitik im Sinne des neoklassischen Kreditmarktmodells in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. So existiert bereits auf nationaler Ebene der Anreiz, die Kreditfinanzierung einer Steuerfinanzierung vorzuziehen. Die Public-Choice-Theorie liefert hierzu die Begründung<sup>3</sup>.

Das entscheidende Argument gegen eine mögliche Disziplinierung der staatlichen Haushaltspolitik durch den Kapitalmarkt stellt indes die Bail-Out-Annahme dar. Sie zieht die Glaubwürdigkeit des im Maastrichter Vertrag verankerten Art. 103 EG-Vertrag<sup>4</sup> in Zweifel,

<sup>2</sup> Ähnliche Bedenken äußern beispielsweise A.L. Bovenberg, J.J.M. Kremers, P.R. Masson: Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies, in: IMF Staff Papers, Vol. 38/1991, S. 374-398; H.-J. Jarchow: Fiskalpolitik in einer Währungsunion, Diskussionsbeiträge aus dem Volkswirtschaftlichen Seminar der Universität Göttingen, Beitrag Nr. 58 sowie O. Issing: Disziplinierung der Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion?, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 21, 18.3.1992, 1-6.

<sup>3</sup> Einen guten Überblick über die politökonomischen Gründe für die staatliche Kreditaufnahme liefern F. Heinemann: Staatsverschuldung – Ursachen und Begrenzung, Köln 1994 sowie J. Stalder: Staatsverschuldung aus Sicht der Neuen Politischen Ökonomie, Nürnberg 1992. Es muß jedoch darauf hingewiesen werden, daß die finanzwissenschaftliche Forschung bisher über keinen robusten Erklärungsansatz verfügt, der in der Lage ist, den Einfluß politökonomischer Faktoren auf zentrale fiskalpolitische Variablen zu beschreiben, vgl. P. Bofinger, C. Hefeker, K. Pflieger: Stabilitätskultur in Europa – Theoretische Grundlagen, empirische Befunde, Bedeutung für die EWU, Stuttgart 1997.

<sup>4</sup> Die Numerierung entspricht den Änderungen durch den Amsterdamer Vertrag, der am 1. Mai 1999 in Kraft getreten ist.

<sup>5</sup> Dieser Artikel steht in direkter Konkurrenzbeziehung zu dem Inhalt von Artikel 100 Abs. 2 des EG-Vertrages, der den finanziellen Beistand der Gemeinschaft vorsieht, sollte ein Mitgliedsland „aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, [...] von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht (sein).“ Zugleich ist die Europäische Union als eine Solidargemeinschaft konzipiert. Der innere Zusammenhalt (Kohäsion) ist nach dem Maastrichter Vertrag eine wesentliche Aufgabe der Gemeinschaft. Die Plazierung dieses Artikels in dem Vertragsabschnitt „Grundsätze“ unterstreicht die Wichtigkeit dieses Ziels. Artikel 2 EG-Vertrag bezieht sich zwar in erster Linie auf die Angleichung der Lebensverhältnisse innerhalb der Gemeinschaft; er impliziert jedoch auch einen gewissen Anreiz, diese Solidarität im Rahmen der Währungsunion einzufordern.

der einen Haftungsausschluß der anderen Mitgliedstaaten für nationale Verschuldung vorsieht<sup>5</sup>. Entscheidend ist eben nicht, ob diese Regel kodifiziert ist oder nicht, sondern ob die Märkte nicht trotzdem mit inkonsistentem Verhalten der Gemeinschaft rechnen. Wenn die Märkte eine mögliche Unterstützung der Gemeinschaft im Falle nationaler Schuldenkrisen antizipieren, reduzieren sich bzw. entfallen die notwendigen Risikoaufschläge im Zins für das einzelne sich verschuldende Land, und es entsteht gleichzeitig ein Anreiz zu höheren Staatsdefiziten, da die Grenzkosten der Verschuldung für einzelne Schuldnerländer bei Bail-Out-Erwartungen sinken<sup>6</sup>. Unter diesen Umständen wird jede Nettokreditaufnahme innerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion nicht richtig „bepreist“; der sich einstellende Zinssatz für relativ niedriger verschuldete Staaten ist insofern zu hoch, für relativ höher verschuldete Staaten dagegen zu niedrig.

Es wird deutlich, daß in einer Währungsunion neben den zur Aufrechterhaltung des Marktmechanismus notwendigen marktmäßigen Effekten Externalitäten auftreten, welche die Notwendigkeit einer Internalisierung bedingen. Zwar existiert in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion mit Artikel 103 EG-Vertrag bereits eine Regel, die diese Effekte internalisieren soll. Aufgrund der mangelnden Glaubwürdigkeit verfehlt sie aber ihre Zielsetzung. Die Bail-Out-Annahme führt somit aufgrund des geringeren bzw. fehlenden Risikoaufschlages für das kreditaufnehmende Land zu steigenden Finanzierungskosten der Staatsschuld der Nachbarländer über den Nachfrageeffekt hinaus, der aufgrund der höheren Nachfrage nach Kapital entsteht und einen rein marktlichen Effekt darstellt. Die Partnerländer müssen den steigenden Risikoaufschlag aufgrund der gestiegenen Gesamtverschuldung für die Union mittragen. Wollen die Partnerländer eine Erhöhung ihrer eigenen Budgetdefizite vermeiden, die sich durch höhere Zinszahlungen ergeben, müßten sie Steuern erhöhen und/oder Ausgaben kürzen. Dadurch werden Teile der Kosten einer kreditfinanzierten fiskalischen Expansion in einem Land über Zinseffekte auf andere Länder übertragen.

<sup>5</sup> Vgl. O. Issing, a.a.O. Verschiedene Untersuchungen deuten darauf hin, daß die Erwartung einer Solidarhaftung Einfluß auf die Höhe der Risikoprämie hat. Vgl. hierzu Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, Basel 1996; H. Lehment, J. Scheide: Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: Noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf, Kiel 1995 sowie K. Deutsch, A. Siedenberg: Die EWU und die Finanzmärkte – Einige Konsequenzen und Entwicklungen, Deutsche Bank Research EWU-Monitor Nr. 22, Frankfurt 1996. Für die Untersuchung dieses Zusammenhangs in den Vereinigten Staaten siehe J. Schröder: Externalitäten kreditfinanzierter Staatsausgaben – Ein Lizenzkonzept zu ihrer Internalisierung im Rahmen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Lohmar – Köln 1999 (erscheint in Kürze).

## Der Stabilitäts- und Wachstumspakt

Der auf einen deutschen Vorschlag zurückgehende Stabilitäts- und Wachstumspakt soll diese Effekte begrenzen und die nationalen Haushaltspolitiken disziplinieren, indem er zum einen strengere Grenzwerte zur Vermeidung übermäßiger Defizite gegenüber dem Maastrichter Vertrag vorsieht und zum anderen die Sanktionsmechanismen bei der Überschreitung der Grenzwerte nochmals verschärft. Das Konzept ist zweistufig und besteht aus einer Kombination von Prävention und Abschreckung<sup>7</sup>. Es sieht als Ausgangspunkt die Verpflichtung der Mitgliedsländer vor, mittelfristig einen nahezu ausgeglichenen, unter Umständen sogar positiven Haushaltssaldo zu realisieren. Als Grundlage für die Beurteilung der finanzpolitischen Solidität der Mitgliedsländer soll eine Art mittelfristige europäische Finanzplanung dienen. Die an der Währungsunion teilnehmenden Länder werden verpflichtet, ausführliche Stabilitätsprogramme vorzulegen, die neben mittelfristigen Haushaltszielen und Maßnahmen zu ihrer Erreichung Prognosen über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und Sensitivitätsanalysen für Defizit und Schuldenstand beinhalten<sup>8</sup>. Diese jährlich aktualisierten und zu veröffentlichenden Programme werden von Kommission und Rat geprüft, die im Falle drohender Zielverletzung eine Frühwarnung in Form einer Ratsempfehlung an das entsprechende Land richten<sup>9</sup>. Sollte ein Mitgliedsland der Währungsunion dennoch die Obergrenze der Nettoverschuldung von 3% überschreiten, sieht der Stabilitäts- und Wachstumspakt ein auf Artikel 104 EG-Vertrag beruhendes, aber deutlich gestrafftes Sanktionsverfahren vor<sup>10</sup>.

Entscheidet der Rat, daß ein übermäßiges Defizit vorliegt, hat der betreffende Staat vier Monate Zeit, wirksame Gegenmaßnahmen einzuleiten, und ein Jahr, um das übermäßige Defizit zu beheben<sup>11</sup>. Andernfalls setzt ein Sanktionsverfahren ein, das zwei Elemente enthält: Überschreitet ein Mitgliedsland die Obergrenze der Neuverschuldung von jährlich 3% seines Bruttoinlandsproduktes, muß es einen Betrag als unverzinsliche Einlage an die Kommission abführen,

<sup>7</sup> Vgl. Entschließung des Europäischen Rates, Nr. 97/C 236/01, III. Die Idee geht ursprünglich zurück auf einen Vorschlag des deutschen Finanzministers aus dem Jahr 1995, der versuchte, mit Hilfe eines „Stabilitätspaktes für Europa“ die wenig konkreten Bestimmungen des Art. 104 EG-Vertrag zu konkretisieren.

<sup>8</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1466/97, Abschn. 2, Art. 3.

<sup>9</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1466/97, Abschn. 2, Art. 5 und 6.

<sup>10</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1467/97. Im Gegensatz zum bisherigen Verfahren, das in geschätzten drei bis vier Jahren zu Sanktionen führen würde, kann es aufgrund der neuen Bestimmungen innerhalb von zehn Monaten zu Sanktionen kommen.

<sup>11</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1467/97, Abschn. 2, Art. 3.

der aus einer festen und einer variablen Komponente besteht. Die feste Komponente beträgt dabei 0,2% des Bruttoinlandsproduktes, die variable 0,1% für jede weitere Überschreitung der Obergrenze um einen Prozentpunkt. Die Einlage soll 0,5% des Bruttoinlandsproduktes jährlich nicht überschreiten<sup>12</sup>. Hält sich das Land auch weiterhin nicht an die Regeln, wird die Einlage zwei Jahre nach der ersten Überschreitung endgültig in eine Strafe umgewandelt, die den vorbildlichen Mitgliedern der Währungsunion zugute kommen soll<sup>13</sup>.

Es werden allerdings einige Ausnahmen definiert, bei denen der Rat auch bei einer Überschreitung der Defizitgrenze beschließen kann, daß kein übermäßiges Defizit vorliegt<sup>14</sup>. Eine Überschreitung des Defizits gilt dann als Ausnahme, „wenn dies auf ein außergewöhnliches Ereignis [...] oder auf einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung zurückzuführen ist“<sup>15</sup>. Eine schwere Rezession ist nach dieser Definition ein Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes um mindestens 2% im Jahresdurchschnitt. Aber auch bei einer weniger starken Rezession existieren Argumente, wie „jäger Abschwung“ oder „insgesamt sehr starker Rückgang“, die eine Ausnahme begründen<sup>16</sup>.

### Beurteilung des Paktes

Das Ziel des Stabilitäts- und Wachstumspaktes läßt sich im wesentlichen auf zwei Punkte reduzieren. Einerseits sieht er gegenüber den Konvergenzkriterien zur Teilnahme an der EWWU strengere Referenzwerte zur Vermeidung übermäßiger Haushaltsdefizite vor, andererseits verschärft er die Sanktionsmechanismen bei der Überschreitung der gesetzten Referenzwerte. Auf den ersten Blick scheint eine solche Regelbindung im Sinne des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sehr vorteilhaft. Die Regeln sind leicht feststellbar, prägnant und erreichen große Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit. Zudem erfüllt der Pakt die Forderung nach Einfachheit und gewährt de jure ein gewisses Maß an Flexibilität. Denn abgesehen von der 3%-Obergrenze verpflichten sich die Staaten, in „wirtschaftlichen Normallagen“ ihr Budgetdefizit an einem Mittelwert von 1% des Bruttoinlandsproduktes zu orientieren<sup>17</sup>. Damit soll ein notwendiger Sicherheitsabstand geschaffen werden, um auch in wirtschaftlich ungünstigen Perioden die 3%-Defizitgrenze einzuhalten.

Es besteht jedoch insgesamt trotz gegenteiliger Bekundungen die Gefahr, daß die Grenzen – zumindest nahezu – ausgeschöpft werden<sup>18</sup>. Diese Gefahr ist um so größer, da die Überschreitung des Mittelwertes von 1% des Bruttoinlandsproduktes keinerlei Sanktionen nach sich zieht. Kommt es in dieser Situation in den von einem asymmetrischen Schock betroffenen Ländern zu rezessionsbedingten, zyklischen Defiziten, können diese schnell ein Maß erreichen, welches das Defizit-Kriterium des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ausschöpft oder sogar übersteigt. Legt man eine „Normalverschuldung“ von 1% zugrunde, so kann der Maximalwert von 3% recht schnell – in einigen Fällen sogar beträchtlich – überschritten werden.

Ohnehin ist davon auszugehen, daß die antizyklische Stabilisierungsfunktion von Defiziten aufgrund des fehlenden Wechselkursmechanismus in einer Währungsunion stärker in Anspruch genommen werden dürfte<sup>19</sup>. Schöpfen also die an der Währungsunion beteiligten Länder den Nettoneuverschuldungsspielraum auch in Normalsituationen zu einem großen Teil oder sogar vollständig aus, so müssen Staaten, die sich einer Rezession ausgesetzt sehen, entsprechende Anpassungen der Einnahmen durch Steuererhöhungen und/oder die Einschränkung der Ausgaben für andere Zwecke vornehmen. Im Ergebnis kann dadurch ein prozyklisches Ausgabeverhalten des Staates erzwungen werden.

Zusätzlich bestehen Entwicklungsunterschiede innerhalb der EWWU. Strikt einzuhaltende Regeln können deshalb nicht nur das Wirken der automatischen Stabilisatoren bei einer konjunkturellen Abschwächung, sondern auch den Aufholprozeß von Ländern behindern, die hinsichtlich des Bruttoinlandsproduktes pro Kopf einen Entwicklungsrückstand aufweisen. Aufgrund der Vorschriften des Paktes könnte sogar eine kontraktive Politik notwendig werden, die langfristig mit nicht unerheblichen Wachstumsverlusten für diese Länder verbunden sein kann, vor allem dann, wenn im Zuge der Haushaltskonsolidierung staatliche Investitionen reduziert werden müssen, die komplementär zu privaten Engagements sind<sup>20</sup>.

<sup>17</sup> Interessanterweise ist es selbst Deutschland seit 1975 nur ein einziges Mal, nämlich im Aufschwungjahr 1989, gelungen, diesen Wert zu erreichen bzw. zu unterschreiten. Unklar ist auch, was der Begriff „wirtschaftliche Normallagen“ bedeuten soll.

<sup>18</sup> Vgl. A. Oberhauser: The Problems of the Debt Criteria in the Treaty of the European Union, in: T. Matsugi, A. Oberhauser, F. Schober (Hrsg.): Integration and Adjustment of Global Economies, Berlin 1997, S. 87-95 sowie S. Bach: Institutionelle Beschränkungen der Finanzpolitik, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 77. Jg. (1997), H. 6, S. 360-368.

<sup>19</sup> Vgl. International Monetary Fund: World Economic Outlook, Washington 1996.

<sup>12</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1467/97, Absch. 4, Art. 12.

<sup>13</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1467/97, Absch. 4, Art. 13 und 16.

<sup>14</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1467/97, Absch. 1, Art. 2.

<sup>15</sup> Verordnung (EG) Nr. 1467/97, Absch. 1, Art. 2, Nr. 1.

<sup>16</sup> Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1467/97, Absch. 1, Art. 2, Nr. 3.

### Flexibilität notwendig

Als Zwischenfazit bleibt somit festzuhalten, daß der Stabilitäts- und Wachstumspakt die Autonomie der einzelnen Länder in bezug auf ihre Finanzpolitik in nicht unerheblichem Umfang einschränkt. Insbesondere solange die strukturellen Unterschiede zwischen den beteiligten Ländern zum Teil noch groß sind, macht eine flexible Finanzpolitik Sinn, sollen Friktionen durch eine kontraproduktive Finanzpolitik vermieden werden. Damit wird aber keiner ungehinderten Nettokreditaufnahme das Wort geredet. Eine gewisse Flexibilität ist notwendig, gleichzeitig bedarf es indes der Disziplinierung.

Dem trägt der Stabilitäts- und Wachstumspakt insofern Rechnung, als er Obergrenzen für die nationale Nettoneuverschuldung vorsieht. Theoretisch bietet er also die Möglichkeit, die jeweiligen Mitgliedstaaten hinsichtlich ihrer Verschuldung effektiv zu disziplinieren und damit die beschriebenen externen Effekte zu reduzieren. Werden die Regeln befolgt, garantiert er insofern, daß die Preisniveaustabilität durch die europäischen Regierungen nicht gefährdet wird. Damit würde der Stabilitäts- und Wachstumspakt die Glaubwürdigkeit staatlicher Verpflichtungen in bezug auf eine Reduzierung von Haushaltsdefiziten erhöhen.

Gleichzeitig existieren mit der Kommission und dem ECOFIN-Rat – dem Rat der Europäischen Finanzminister – zwei Instanzen, die auf Basis der ihnen jährlich vorzulegenden Stabilitätsprogramme einen Regelverstoß leicht erkennen können. Über das im Pakt vorgesehene abgestufte Verfahren könnten zudem relativ schnell erste Sanktionen wirksam werden. Dabei sind Sanktionen in zweifacher Hinsicht vorgesehen. Einerseits werden in Abhängigkeit von der Dauer der Regelverletzung monetäre Strafen verhängt; andererseits besteht die Möglichkeit zu nicht-monetären Strafen in Form eines Reputations- oder Prestigeverlustes, wenn Regelverletzungen veröffentlicht werden und diese die Chancen auf eine Wiederwahl der verantwortlichen Politiker schmälern<sup>21</sup>.

Ob Nettoneuverschuldungsobergrenzen die politischen Entscheidungsträger de facto davon abhalten werden, sich übermäßig zu verschulden, hängt jedoch davon ab, ob der Wille aller Beteiligten vorhanden ist, sich an den Regeln auszurichten. Dies muß angezwei-

felt werden, denn der Pakt ist undifferenziert und bietet darüber hinaus bedenkliche Ansatzpunkte für politische (aber auch für statistische) Manipulationen, insbesondere durch die Festlegung von Ausnahmen und von einschränkenden Kriterien. Problematisch ist dabei vor allem, daß es sich bei den Regeln lediglich um einen „Quasi-Automatismus“ handelt. Denn über die Ausnahmen wird diskretionär im Rahmen des ECOFIN-Rates entschieden. Wird darüber hinaus zu häufig von der Ausnahmeregelung Gebrauch gemacht, könnte die Glaubwürdigkeit der Regeln untergraben werden.

Insofern gestattet der Pakt im Prinzip auch weiterhin die Verletzung der vorgegebenen Grenzen; dies scheint politisch gewollt. Eine strikte Begrenzung der Nettokreditaufnahme wird also nicht von allen Ländern als sinnvoll erachtet. Deutlich wird dies auch daran, daß im Falle einer Überschreitung der 3%-Grenze die zu hinterlegende zinslose Einlage nicht höher als 0,5% des jeweiligen Bruttoinlandsproduktes sein darf. Damit lösen über 6% hinausgehende Haushaltsdefizite keinerlei zusätzliche Sanktionen aus<sup>22</sup>. Gleichzeitig beschränken sich die Opportunitätskosten der zinslosen Einlage lediglich auf den entgangenen Ertrag, der z.B. im Falle Frankreichs 1995 weniger als 0,8 Promille der gesamten Staatsausgaben betrug. Insofern ist davon auszugehen, daß die Kosten einer vorübergehenden Regelverletzung die Vorteile nicht überkompensieren und daher keine effektive Disziplinierung vorliegt. Darüber hinaus bedeutet die zeitliche Streckung des gesamten Verfahrens, daß die sich übermäßig verschuldende Regierung die Sanktionen in Form einer Geldbuße innerhalb ihrer Legislaturperiode in den meisten Fällen nicht zu fürchten braucht. Für diese müßte eventuell die Nachfolgeregierung aufkommen, selbst wenn sie an der Situation vollkommen unschuldig ist<sup>23</sup>.

### Internalisierung der externen Effekte

Schließlich gilt es zu überprüfen, inwieweit der Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Lage ist, die auftretenden externen Effekte effizient zu internalisieren. Das setzt voraus, daß die Nettokreditaufnahme dort vermieden wird, wo es europaweit zu den geringsten Kosten möglich ist. Dabei ist jede Strategie zur Vermeidung staatlicher Nettokreditaufnahme mit speziellen Kosten verbunden (Kosten der Kreditvermeidung), die dadurch entstehen, daß eine spezifi-

<sup>20</sup> Vgl. W. Buiters, G. Corsetti, N. Roubini: Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht, in: Economic Policy, 8.1993, 16, S. 58-100. Es ist rational zu erwarten, daß am ehesten Länder mit Entwicklungsrückständen Staatsausgaben produktiv verwenden.

<sup>21</sup> Die Möglichkeit einer Veröffentlichung des Regelverstößes sieht Verordnung (EG), Nr. 1466/97, Abschn. 2, Art. 6, Nr. 2 in Verbindung mit Art. 99 Abs. 4 EG-Vertrag ausdrücklich vor.

<sup>22</sup> Seit 1990 sind in acht von 15 Mitgliedstaaten der Union Budgetdefizite zu beobachten gewesen, die diese Obergrenzen zum Teil beträchtlich überschritten haben.

<sup>23</sup> Für diese Einschätzung siehe auch R. Vaubel: Kein Pakt für Preisstabilität, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 77. Jg. (1997), H. 1, S. 10-12.

sche Maßnahme eben nicht mehr über Kredite finanziert werden kann und über Einsparungen in anderen Bereichen oder über Steuern finanziert werden muß. Außerdem muß gewährleistet sein, daß für die an der EWWU beteiligten Länder Anreize bestehen, nach neuen Strategien zu suchen, die Nettokreditaufnahme und damit die entstehenden Externalitäten zu reduzieren. So sollte das System für die Regierungen den Anreiz bieten, über Einsparungen wie eine Verschlan- kung des öffentlichen Dienstes oder einen Subven- tionsabbau die staatlichen Haushalte zu entlasten und damit bereits die Notwendigkeit der Kreditaufnahme zu reduzieren.

Da der Stabilitäts- und Wachstumspakt für alle an der EWWU beteiligten Länder die gleichen Defizit- grenzen vorsieht, ist er nicht in der Lage, kreditfinan- zierte Staatsausgaben dort zu vermeiden, wo es am kostengünstigsten ist. Aufgrund länderspezifischer Unterschiede in bezug auf die Kosten der Kredit- vermeidung müßte für jedes Land einzeln ein optima- les Nettoneuverschuldungsniveau festgelegt werden. Verändern sich darüber hinaus die Gegebenheiten in den einzelnen Ländern durch gesamtwirtschaftliches Wachstum oder konjunkturelle Schwankungen, än- dern sich auch die Vermeidungskosten. Es müßte so- mit mindestens einmal pro Jahr für jedes Land eine entsprechende Obergrenze festgestellt werden.

Darüber hinaus existiert das Problem, daß der Stabilitäts- und Wachstumspakt, solange die 3%- Regel nicht verletzt wird, weiterhin die kostenlose Externalisierung der mit kreditfinanzierten Staats- ausgaben verbundenen Effekte ermöglicht. Durch die Regel wird zwar europaweit ein maximales Maß für die auftretenden externen Effekte festgelegt, unter- halb dieser Obergrenze erlaubt der Pakt jedoch relativ höher verschuldeten Ländern, die Kosten der Kredit- aufnahme zu Lasten relativ niedrig verschuldeter Länder zu externalisieren. Gleichzeitig bietet er für Länder, die weit unterhalb der Grenze liegen, keinen zusätzlichen Anreiz, eine solide Haushaltspolitik zu verfolgen und nach kostengünstigen Strategien zur Vermeidung einer Nettoneuverschuldung zu suchen. Die disziplinierende Kraft geht für diese Länder inso- fern gegen null.

Resümierend bleibt somit festzuhalten, daß der Stabilitäts- und Wachstumspakt die Autonomie der einzelnen Länder in bezug auf ihr nationales Netto- neuverschuldungsverhalten in unnötig starkem Maße einengt. Zur selben Zeit gestattet der Pakt jedoch durch eine Reihe von Ausnahmetatbeständen prinzi- piell die Verletzung der Regeln, wodurch die Diszipli- nierungsfunktion zumindest eingeschränkt ist. Auch

im Hinblick auf die Internalisierung der externen Effekte weist der Pakt Schwächen auf, insbesondere da er für Länder, die unterhalb der Nettoneuverschul- dungsgrenze liegen, keine zusätzlichen Anreize vor- sieht, nach Einsparmöglichkeiten oder Effizienzsteige- rungen in den öffentlichen Haushalten zu suchen.

### Alternative Strategien

Spätestens hier stellt sich die Frage nach alternati- ven Strategien, welche die nationalen haushaltspoliti- schen Handlungsspielräume innerhalb der Euro- päischen Wirtschafts- und Währungsunion weniger stark beschränken, zur gleichen Zeit aber eine staatli- che Kreditaufnahme verhindern, die mit der Stabilität der gemeinsamen Währung unvereinbar ist. Leider konzentriert sich die öffentliche Diskussion – vor allem in Deutschland – in erster Linie auf eine Disziplinie- rung durch Sanktionen. Dabei existieren marktliche Instrumente zur Internalisierung der auftretenden externen Effekte, die die Autonomie der einzelnen Staaten in bezug auf die Kreditaufnahme gewährlei- sten und sie gleichzeitig disziplinieren.

Unlängst wurde eine frühere Idee zur Besteuerung der Kreditaufnahme wieder aufgegriffen, die einen guten Ansatz darstellt, mit der Neuverschuldung in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion umzugehen und die damit verbundenen Externalitä- ten zu internalisieren<sup>24</sup>. Allerdings hat eine solche Steuer einige zentrale Schwächen, die ihre Anwen- dung in der Praxis erschweren dürften. Problematisch ist einerseits die Entscheidung hinsichtlich der Auf- teilung des Steueraufkommens sowie die eventuelle Machtverlagerung zugunsten einer zentralen Institu- tion, die über die Aufteilung der Einnahmen entschei- det. Es besteht die Möglichkeit, daß eine europäische Verschuldungssteuer den Anfang weiterer europawei- ter Steuern bedeuten würde.

Schwerer wiegt jedoch das Problem, daß keine effektive Grenze für die Kreditaufnahme existiert. Denn die Staaten sind immer in der Lage, durch eine entsprechende Internalisierungszahlung in Form einer Steuer ihre Nettoneuverschuldung unabhängig von ihrem momentanen Gesamtschuldenstand zu er- höhen. Das ist vor allem dann problematisch, wenn die politischen Entscheidungsträger auch die inländi- schen Kosten kreditfinanzierter Staatsausgaben sy- stematisch unterschätzen. Insbesondere hinsichtlich der Langzeitwirkungen der Kreditaufnahme kann dies der Fall sein. Für auf Wiederwahl bedachte Politiker

<sup>24</sup> Vgl. B. Zangl, D. Wolf: Stabilitätssteuer statt Stabilitätspakt! Alternativen für einen stabilen Euro, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 79. Jg. (1999), H. 3, S. 174-180.

bietet sich somit auch weiterhin die Option, auf die Kreditfinanzierung zurückzugreifen, wenn es kurzfristig opportun erscheint. Der einer öffentlichen Kreditaufnahme immanente Anreiz für politische Akteure zum Mißbrauch ist in der Geschichte der öffentlichen Finanzwirtschaft oft genug bestätigt worden.

### Verschuldungslizenzen

Eine andere Möglichkeit der Internalisierung externer Effekte, die vor allem im Bereich der Umweltökonomie eine breite Diskussion ausgelöst hat, ist die Lizenzlösung (oder auch Zertifikatslösung). Die ökonomische Effizienz von Lizenzen wurde theoretisch bereits in den sechziger Jahren untersucht<sup>25</sup>. Grundsätzlich läßt sich das Lizenzmodell auf den Property-Rights-Ansatz von Coase zurückführen, der negative externe Effekte als Folge fehlender Eigentumsrechte an bestimmten Gütern betrachtet<sup>26</sup>. Lizenzen schaffen bzw. verbrieften eben diese Eigentumsrechte, so daß sie grundsätzlich handelbar werden. Zwar stellt die Lizenzlösung bei Anwendung auf die Externalitätenproblematik kreditfinanzierter Staatsausgaben sicherlich eine unkonventionelle Vorgehensweise dar. Dies darf jedoch kein Grund für eine vorschnelle Ablehnung sein.

Das Lizenzkonzept umgeht die Probleme bezüglich der fehlenden Grenze der Kreditaufnahme, die dem Steueransatz immanent sind. Dies wird dadurch erreicht, daß der Steuerungsmechanismus nicht an der Preis-, sondern an der Mengenseite ansetzt. Auf die Problematik der kreditfinanzierten Staatsausgaben angewendet, besteht der Grundgedanke dieses Konzeptes darin, daß ein unionsweites Nettoneuverschuldungsvolumen von einer zentralen Institution festgelegt und von ihr eine begrenzte Menge frei handelbarer Nettoneuverschuldungslizenzen ausgegeben wird. Diese Lizenzen berechtigen die jeweiligen Staaten in der laufenden Zeitperiode, eine bestimmte Nettoneuverschuldung durchzuführen. Der sich anschließende Handel mit Verschuldungslizenzen bildet die Grundlage für die Bildung eines Knappheitspreises (Lizenzkurs). Der Lizenzkurs erhöht somit die Grenzkosten der Kreditaufnahme und internalisiert die Externalitäten aufgrund der nicht verursachungsgerechten Zuweisung der Risikoprämie. Gleichzeitig reduziert er hierdurch den Anreiz zu einer erhöhten Nettoneuverschuldung innerhalb der Währungsunion.

Die Internalisierung externer Effekte mit Hilfe von Lizenzen bietet damit die Möglichkeit, die Vorteile von Regeln, wie sie der Stabilitäts- und Wachstumspakt vorschreibt, mit denen der Steuerlösung zu kombinieren. Wie bei Regeln wird ein bestimmter Maximalstandard festgelegt, der jedoch im Fall einer Lizenzlösung nicht kostenlos realisiert werden darf, sondern wie im Fall der Steuerlösung durch Zahlung eines Preises für die kreditfinanzierten Staatsausgaben eine Internalisierung der auftretenden Externalitäten ermöglicht.

Dabei ist die Lizenzlösung flexibler als der Stabilitäts- und Wachstumspakt, da die einzelnen Teilnehmer im Rahmen eines unionsweiten Nettoneuverschuldungsstandards weiter unterschiedliche Haushaltspolitiken betreiben können. Gleichzeitig werden der konjunkturpolitische Handlungsspielraum und die haushaltspolitische Flexibilität nicht starr beschränkt. Vielmehr wirkt die Lizenzlösung lediglich über die steigenden Opportunitätskosten einer höheren Neuverschuldung und überläßt den Zugriff auf die Kapitalmärkte weiterhin den Teilnehmern selbst. Dabei zwingt sie der Wettbewerb um mobile Ressourcen zunehmend dazu, ihre Haushaltsmittel effizient einzusetzen. Es ist den einzelnen Teilnehmern somit erlaubt, unterschiedliche Neuverschuldungspfade zu verfolgen, wenn es aus ihrer Sicht vorteilhaft ist und sie bereit sind, die damit verbundenen externen Kosten zu bezahlen. Allerdings garantiert der unionsweite Standard, daß die gesamte europäische Nettokreditaufnahme ein bestimmtes, vorgegebenes Maß nicht übersteigt. Insofern existiert eine explizite Obergrenze für die Kreditaufnahme. Innerhalb des Systems erfolgt die Disziplinierung durch diejenigen, die von den externen Effekten kreditfinanzierter Staatsausgaben betroffen sind.

Gleichzeitig ist die Lizenz- ebenso wie die Steuerlösung in der Lage, die auftretenden externen Effekte effizient zu internalisieren. Es läßt sich theoretisch zeigen, daß im Rahmen des Lizenzkonzeptes die Nettokreditaufnahme dort vermieden wird, wo es europaweit zu den geringsten Kosten möglich ist. Darüber hinaus schafft das Lizenzkonzept für die an der EWWU beteiligten Regierungen Anreize, nach Einsparpotentialen zur Defizitreduktion zu suchen, da sie im Gegensatz zum Stabilitäts- und Wachstumspakt Lizenzen für die gesamte Neuverschuldung halten müssen, auch wenn sie die entsprechenden Grenzwerte einhalten. Schließlich gewährleistet das Konzept die jederzeitige Einhaltung des Maximalstandards. Selbst wenn sich die Rahmenbedingungen durch die Veränderungen der konjunkturellen Lage in den jeweiligen Ländern oder gesamtwirt-

<sup>25</sup> Vgl. insbesondere die Arbeiten von T.D. Crocker: The Structuring of Atmospheric Pollution Control Systems, in: H. Wolozin (Hrsg.): The Economics of Air Pollution - A Symposium, New York 1966, S. 61-86 sowie von J.H. Dales: Land, Water, and Ownership, in: The Canadian Journal of Economics, Vol. 1/1968, S. 791-803.

<sup>26</sup> Vgl. R.H. Coase: The Problem of Social Cost, in: The Journal of Law and Economics, Vol. 3/1960, S. 1-44.

schaftliches Wachstum ändern, führt dies nicht zu einer Überschreitung des Neuverschuldungsstandards. Insgesamt scheint das Lizenzkonzept eine praktikable Alternative zum Stabilitäts- und Wachstumspakt zu sein. Wichtig zur Beurteilung seiner Effizienz in der praktischen Anwendung ist jedoch die konkrete Ausgestaltung.

### Konkrete Ausgestaltung eines Lizenzkonzeptes

Zur Durchführung eines entsprechenden Lizenzkonzeptes in der Praxis müßte ein Europäisches Verschuldungsinstitut gegründet werden, dessen Direktorium sich aus unabhängigen Experten, Vertretern der Kommission und der Europäischen Zentralbank zusammensetzt. Dieses Institut wäre sowohl für die Bereitstellung des Konzeptes als auch die praktische Durchführung verantwortlich. Letztere umfaßt neben der Erfassung, Verwaltung und Kontrolle des Systems die jährliche Vergabe der Lizenzen sowie die Offenmarktgeschäfte<sup>27</sup>.

Das langfristige Ziel des Konzeptes sollte es sein, eine konstante Gesamtschuldenquote der EWU von beispielsweise 60% zu garantieren. Eine konstante Schuldenquote würde das Ausmaß der Externalitäten unverändert lassen, da die Risikoprämie für die Union insgesamt nicht weiter ansteigt. Ist diese im vorhinein festgelegte, langfristig konstant zu haltende Schuldenquote realisiert, könnte die europaweite Nettokreditaufnahme mit dem nominalen Wachstum des europäischen Bruttoinlandsproduktes wachsen, wodurch die Schuldenquote langfristig konstant bleibt. Mittelfristig besteht das Ziel des Lizenzkonzeptes allerdings darin, die Schuldenquote an ihr langfristiges Niveau heranzuführen. Ein Ansatzpunkt könnte dabei z.B. die Festschreibung des Status quo in bezug auf die realen kreditfinanzierten Staatsausgaben der Union sein. Dadurch dürfte die Nettokreditaufnahme zwar im Rahmen der gestiegenen Preise wachsen, die Schuldenquote würde aber aufgrund des Wachstums des Bruttoinlandsproduktes kontinuierlich sinken.

### Gesamtschuldenstand als Bezugsgröße

Entgegen der bisherigen Analyse sollte bei der praktischen Anwendung des Lizenzkonzeptes aber nicht an der Stromgröße Nettoneuverschuldung, sondern an der Bestandsgröße Gesamtschuldenstand

<sup>27</sup> Vgl. zur konkreten Ausgestaltung eines Lizenzsystems J. Schröder, a.a.O.

<sup>28</sup> Zur Erhöhung der Teilnehmerzahl an einem Lizenzhandel wäre es auch denkbar, Gebietskörperschaften mit eigener Verschuldungskompetenz unterhalb der Länderebene zur Teilnahme an einem Lizenzsystem zu verpflichten. Allerdings müßte dann über den Verteilungsschlüssel der Lizenzen neu nachgedacht werden.

angesetzt werden (bestandsgrößenorientiertes Konzept). Dieses Vorgehen würde es ermöglichen, auch die Altschulden der Unionsländer mit einzubeziehen. Denn bislang wurde davon ausgegangen, daß die Unionsländer bei Eintritt in die Währungsunion schuldenfrei sind. Ein praxistaugliches Lizenzkonzept muß jedoch dem Umstand Rechnung tragen, daß sich die an der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion beteiligten Länder auch in der Vergangenheit verschuldet haben und insofern nicht schuldenfrei in die Währungsunion eintreten. Grundsätzlich stellt die Berücksichtigung der Altschulden kein großes Problem dar. Unterstellt man nämlich, daß die Risikoprämien vor Bildung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion aufgrund der nicht existenten Bail-Out-Annahme ursachenadäquat getragen worden sind, besteht von dieser Seite her kein Anreiz einer steigenden Kreditfinanzierung staatlicher Ausgaben. Ihre Einbeziehung bietet sich jedoch an, wenn Anreize gesetzt werden sollen, die Altschulden vor Ende der Kreditlaufzeit zurückzuzahlen.

Bei der jährlichen Vergabe der Lizenzen müßte das Institut insoweit zwischen Altschulden und in der Währungsunion entstandenen zusätzlichen Schulden differenzieren, daß Lizenzen in Höhe der Altschulden an die Unionsländer kostenlos ausgehändigt werden, da für sie weiterhin die adäquaten Risikoprämien bezahlt werden. Insofern hätten die Länder einen Anreiz, auch Altschulden zurückzuzahlen und durch den Verkauf entsprechender Lizenzen Erlöse zu erzielen. Der darüber hinausgehende gesamteuropäische staatliche Bruttoschuldenstand inklusive der Nettokreditaufnahme muß entweder entsprechend des Bruttoinlandsprodukt- oder des Bevölkerungsanteils an die einzelnen Länder des Euro-Raums verteilt werden<sup>28</sup>.

Dies führt dazu, daß Länder, die sich relativ stärker verschuldet haben, nicht genügend Lizenzen zur Aufrechterhaltung ihres derzeitigen Schuldenstandes erhalten. Sie haben nun zwei Möglichkeiten: Entweder reduzieren sie ihre Staatsschuld entsprechend oder aber sie erwerben Lizenzen von relativ niedriger verschuldeten Ländern, die hierdurch für die nicht ursachenadäquat verteilte Risikoprämie entschädigt würden. Die auftretenden Externalitäten würden insofern internalisiert.

### Die Abwicklung des Handels

Bei Einführung eines Lizenzkonzeptes müßten die Verschuldungslizenzen nicht als effektive Stücke existieren. Vorstellbar wäre, daß sie bei der Vergabe lediglich elektronisch auf dem jeweiligen Teilnehmer-

konto gutgeschrieben und im anschließenden Handel von einem Teilnehmerkonto auf das andere umgebucht werden, was die Abwicklung des Handels erheblich erleichtern würde. Die Teilnehmerkonten, auf denen die Lizenzen gutgeschrieben und belastet werden, wären beim Verschuldungsinstitut zu führen. Insofern würde das Verschuldungsinstitut als eine zentrale Clearingstelle fungieren und wäre mit einer Wertpapiersammelbank (Kassenverein) vergleichbar.

Allerdings ist es nicht notwendig, daß das Institut die Abwicklung des Lizenzhandels selbst durchführt. Es könnte den Handel vielmehr an eine etablierte Wertpapierbörse delegieren, die innerhalb bestimmter Handelszeiten Angebot und Nachfrage in Übereinstimmung bringt und somit einen reibungslosen Lizenzhandel gewährleistet. Im Gegenzug könnten die etablierten Händler auch an der „Verschuldungsbörse“ als Broker oder Händler zugelassen werden<sup>29</sup>.

Im Rahmen des nach der Vergabe einsetzenden Handels muß ein hoher Informationsstand sowohl des Verschuldungsinstituts als auch der einzelnen Teilnehmer jederzeit gewährleistet werden. Dazu ist es erforderlich, daß das Institut einen Überblick über die aktuelle Lizenzverteilung durch die Aufzeichnung aller Lizenzmarkttransaktionen und die Abgleichung der tatsächlichen Verschuldung eines Teilnehmers mit den von ihm gehaltenen Lizenzen erhält. In diesem Zusammenhang müssen dem Institut alle Angaben in bezug auf die staatliche Verschuldung von Eurostat, der Kommission, der Europäischen Zentralbank und/oder den jeweiligen Staaten zugänglich gemacht werden, die das Institut wiederum an die anderen Teilnehmer des Systems weiterleitet. Ein hoher Informationsstand der Teilnehmer ist deshalb notwendig, da sie hierdurch eine mögliche Konzentration der Lizenzen auf ein Land bereits im Vorfeld verhindern können. Schließlich kann das Verschuldungsinstitut möglichen Handelshemmnissen, welche die Annahme des Systems durch die potentiellen Teilnehmer verhindern könnten, durch geeignete Maßnahmen im Rahmen seiner Offenmarktpolitik entgegenzutreten.

#### **Offenmarktpolitik des Verschuldungsinstitutes**

Als Grundlage für die Offenmarktpolitik könnte das Verschuldungsinstitut analog dem Geldmengenziel der Bundesbank einen Korridor für die Entwicklung des Lizenzkurses ankündigen, an dem sie ihre Offenmarktpolitik orientiert. Steigt der Kurs über eine be-

stimmte Marke, weil die konjunkturelle Situation in der gesamten Union größere Budgetdefizite verursacht, kann das Institut Lizenzen in den Markt geben und vice versa. Durch die Erhöhung der zyklischen Budgetdefizite über das nominale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes hinaus steigt nun allerdings die Schuldenquote und damit das Gesamtrisiko der Union an. Insofern entstehen zusätzliche Externalitäten. Damit ist es folgerichtig, wenn die zusätzlichen Lizenzen nicht gratis vergeben, sondern versteigert werden.

Um eine allokativ effiziente Verteilung der zusätzlichen Lizenzen zu gewährleisten, bietet sich eine Auktionierung der Lizenzen analog dem Zinstenderverfahren der Bundesbank im Rahmen der Wertpapierpensionsgeschäfte an. Beim Zinstenderverfahren müssen die Teilnehmer neben der gewünschten Menge auch ihre Preisvorstellungen bei der Anmeldung offenbaren. Hiernach erfolgt die Zuteilung von oben, beginnend mit dem höchsten Gebot, nach unten. Je nachdem kann nun nach den individuell angemeldeten Preisen abgerechnet werden oder nach einem einheitlichen Preis, der sich auf Basis der letzten zugeteilten Anmeldung ergibt. Da, wie im Rahmen der Wertpapierpensionsgeschäfte, eine Rückgabe der Lizenzen an das Institut nach Ablauf einer bestimmten Frist vorgesehen ist, kollidiert die Vergabe zusätzlicher Lizenzen nicht mit dem Konzept einer langfristig stabilen Verschuldungsquote. Diese Vorgehensweise eröffnet dem Institut vielmehr einen Handlungsspielraum, um flexibel auf geänderte Marktverhältnisse respektive konjunkturelle Veränderungen zu reagieren.

Insgesamt wird durch die vorangegangenen Ausführungen deutlich, daß nach einer grundsätzlichen Entscheidung zugunsten eines Lizenzsystems eine praktische Ausgestaltung durchaus möglich erscheint. Dabei konnten sicher nicht alle Probleme, die bei der Anwendung eines solchen Systems in der Praxis auftreten können, im Rahmen des vorliegenden Beitrags abschließend gelöst werden. Die Ausführungen verdeutlichen aber, daß mit der Lizenzlösung eine praktikable Alternative zum Stabilitäts- und Wachstumspakt existiert, welche die Vorteile des Paktes mit denen einer Steuerlösung kombiniert. Die Lizenzlösung ist in der Lage, eine bestimmte festgelegte staatliche Kreditaufnahme über den Preismechanismus des Marktes zu garantieren und mit dem verursachungsgerechten Preis zu belegen. Das Konzept setzt lediglich die Bereitschaft der politischen Entscheidungsträger in Europa voraus, im Bereich der staatlichen Kreditaufnahme neue Wege zu beschreiten.

<sup>29</sup> Vgl. allgemein zum Börsenhandel mit Lizenzen G. Chichilnisky, G. Heal: Markets for Tradeable CO<sub>2</sub> Emission Quotas – Principles and Practice, OECD Economic Department Working Papers, Nr. 153, Paris 1995.