

Europa – Schulden ohne Sühne?

Jürgen Stark

The image shows the cover of a brochure for the 11th Swiss Bond Congress. The left side features a blue-tinted graphic of a globe with a grid overlay. The right side is a light blue gradient with text in red and black. The text includes the event title, date, and location.

**11th
Swiss Bond Congress**

Donnerstag,
19. September 2024

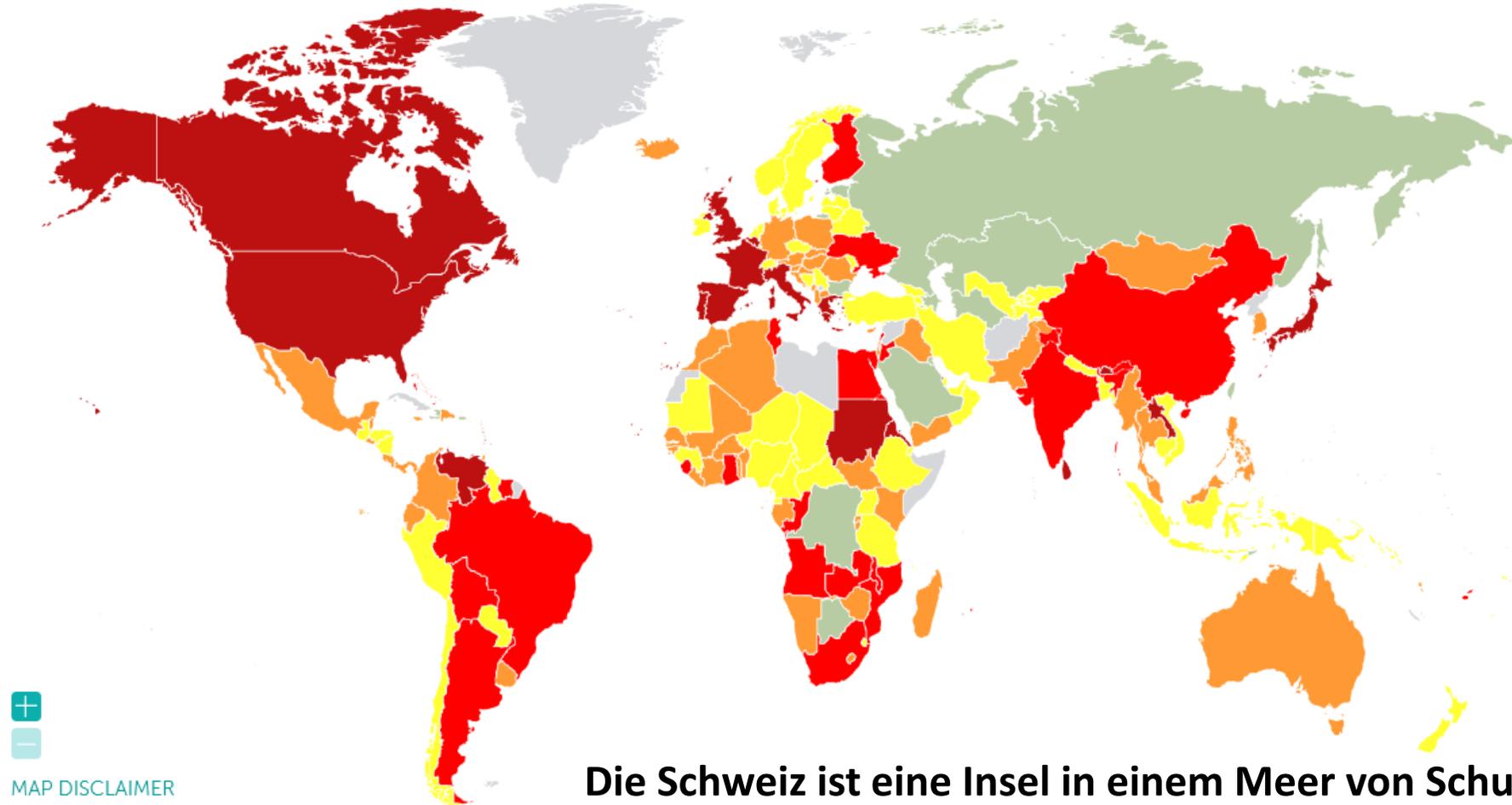
METROPOL
Fraumünsterstrasse 12
CH-8001 Zürich

MAP (2024)

Gross Debt Position % of GDP



● 100% or more ● 75% - 100% ● 50% - 75% ● 25% - 50% ● Less than 25% ● not in FM sample



MAP DISCLAIMER

Source: IMF

Die Schweiz ist eine Insel in einem Meer von Schulden.

John H. Cochrane. Stanford University,
NZZ vom 02. Dezember 2023

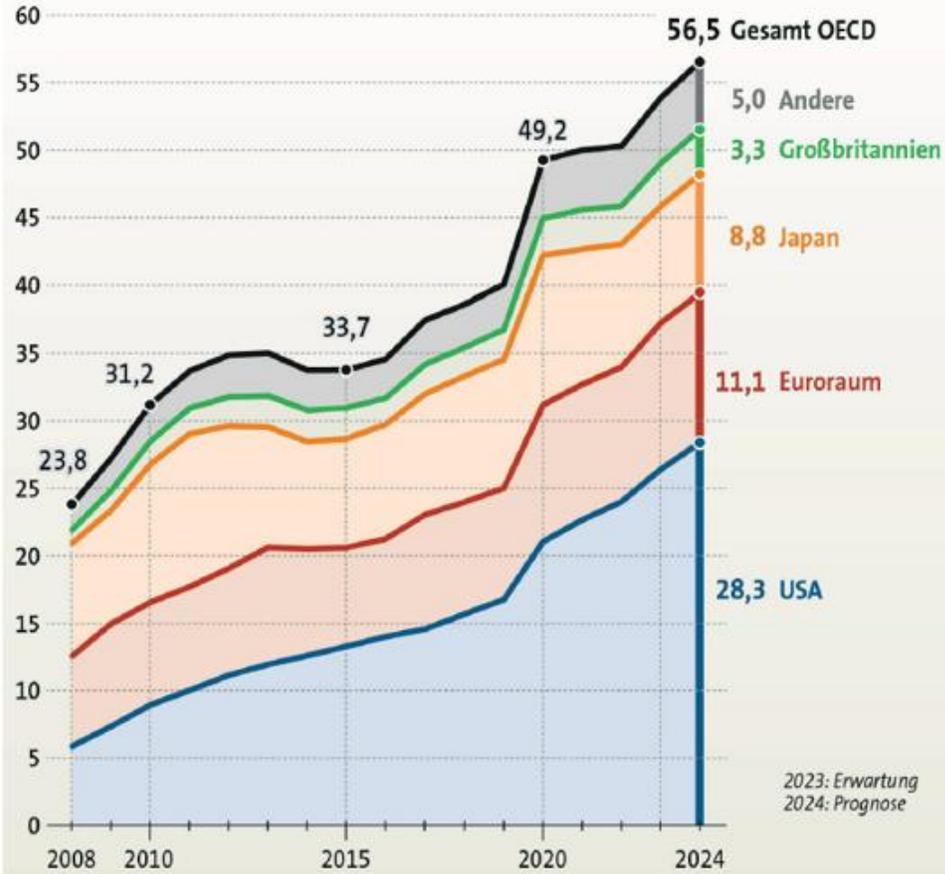
Europa - Schulden ohne Sühne?

- 1. Dynamik der Staatsverschuldung.....**
- 2. ... und ihre Folgen**
- 3. Versagen der Fiskalregeln**
- 4. Trendumkehr möglich? Optionen**
- 5. Folgen und Ausblick für den Euroraum - Fazit**

1. Dynamik der Staatsverschuldung

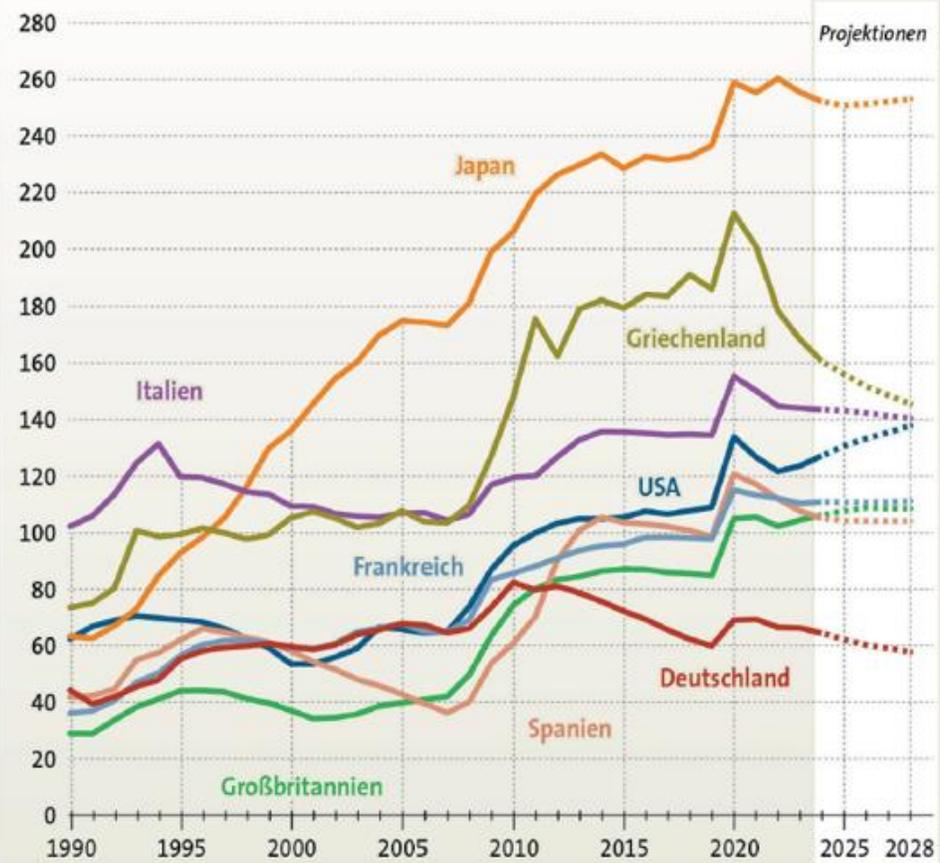
Staatsschulden

nach Ländern und Regionen in Bill. Dollar



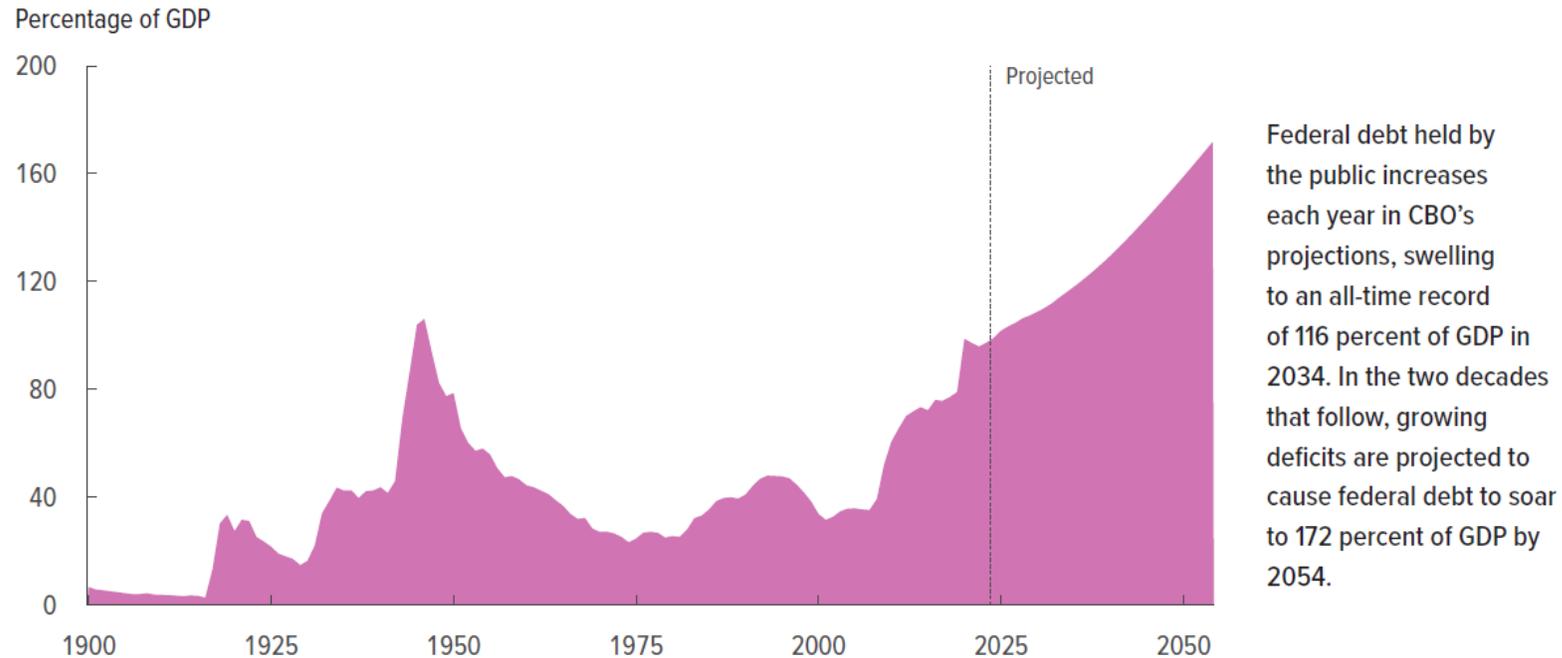
Entwicklung der Schuldenquote in ausgewählten Ländern

in Prozent des BIP



Quelle: IMF, Eurostat, OECD-Schuldenreport 2024

US Federal Debt Held by the Public



Data source: Congressional Budget Office. See www.cbo.gov/publication/59710#data.

GDP = gross domestic product.

Erhöhung der US-Verschuldung aus bisherigen Wahlversprechen über 10 Jahre

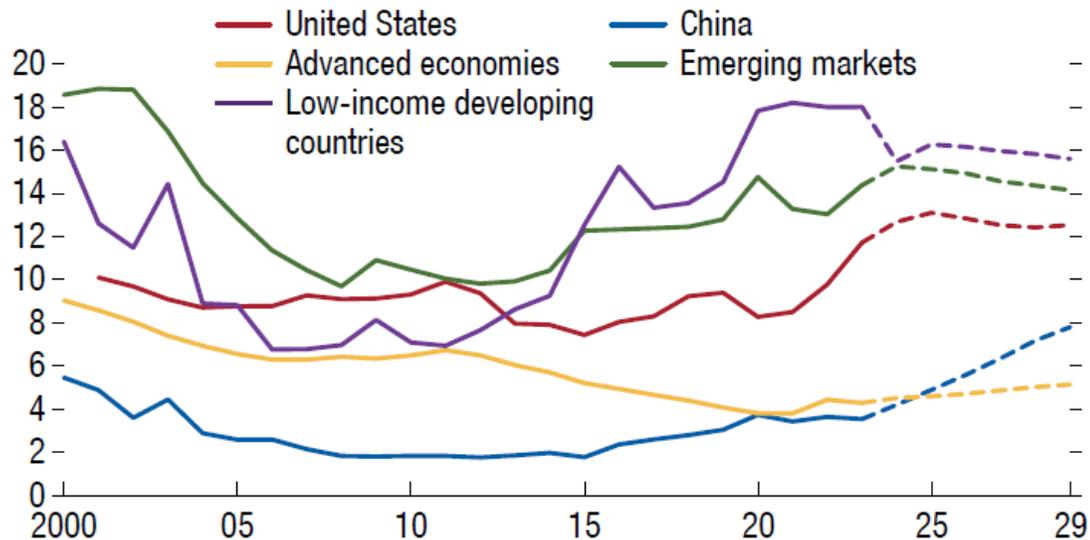
- Trump: 5,8 Bill USD
- Harris: 1,2 Bill USD

2. ... Staatsverschuldung und ihre Folgen

Zinslast

in Prozent der Einnahmen/des BIP

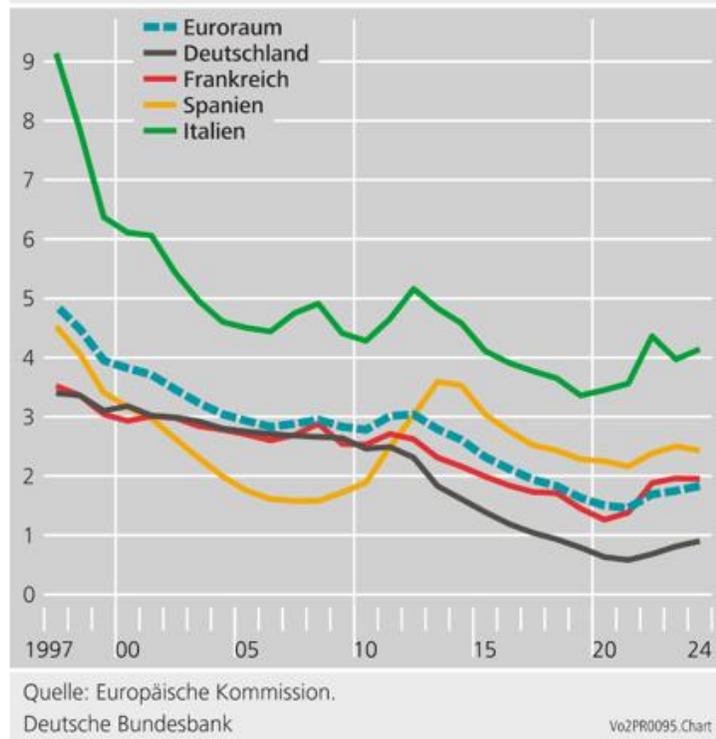
(Percent of revenues)



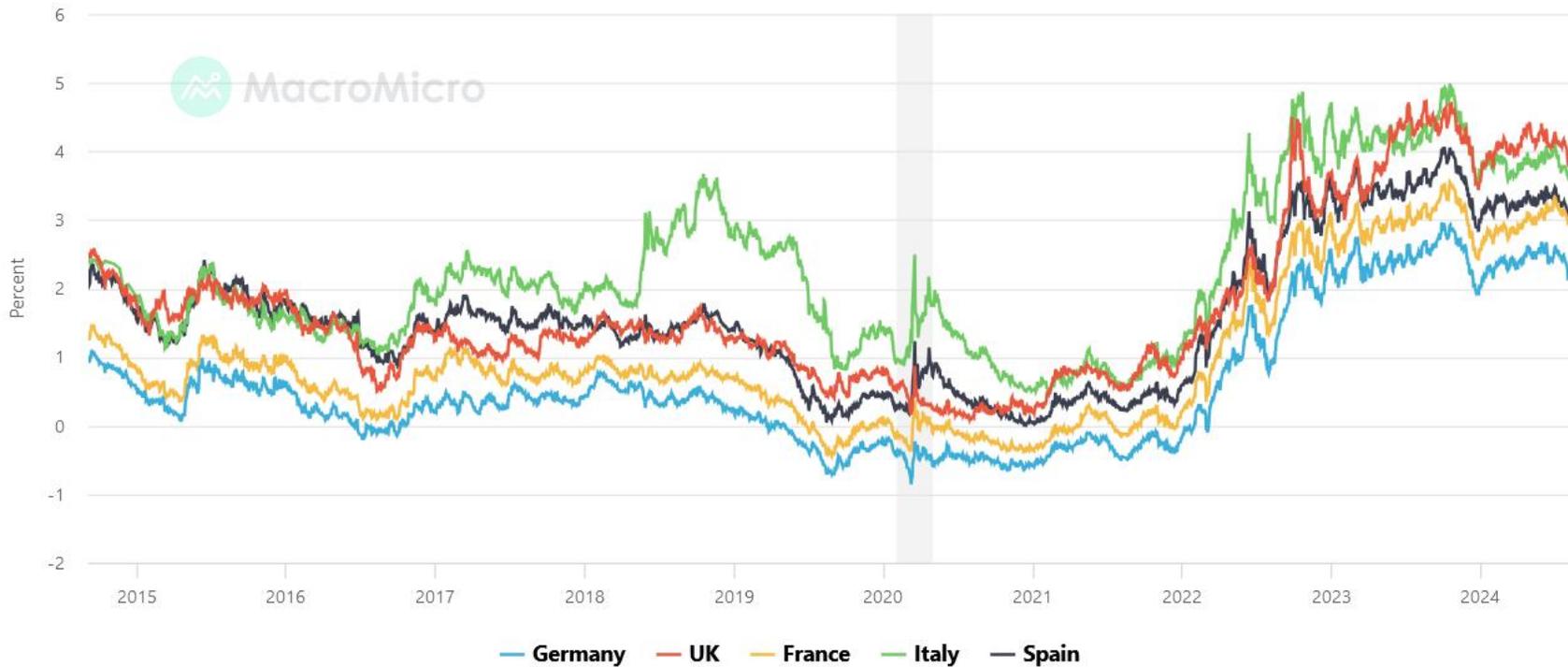
Sources: IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

Zinsausgaben

in % des BIP



Europe - 10-Year Bond Yield



Latest Stats

Germany 2024-09-04	↓	2.22 % Prev: 2.27 %
UK 2024-09-04	↓	3.94 % Prev: 3.99 %
France 2024-09-04	↓	2.93 % Prev: 3 %
Italy 2024-09-04	↓	3.58 % Prev: 3.67 %
Spain 2024-09-04	↓	3.02 % Prev: 3.10 %

Folgen für Staaten und Gesamtwirtschaft (u.a.)

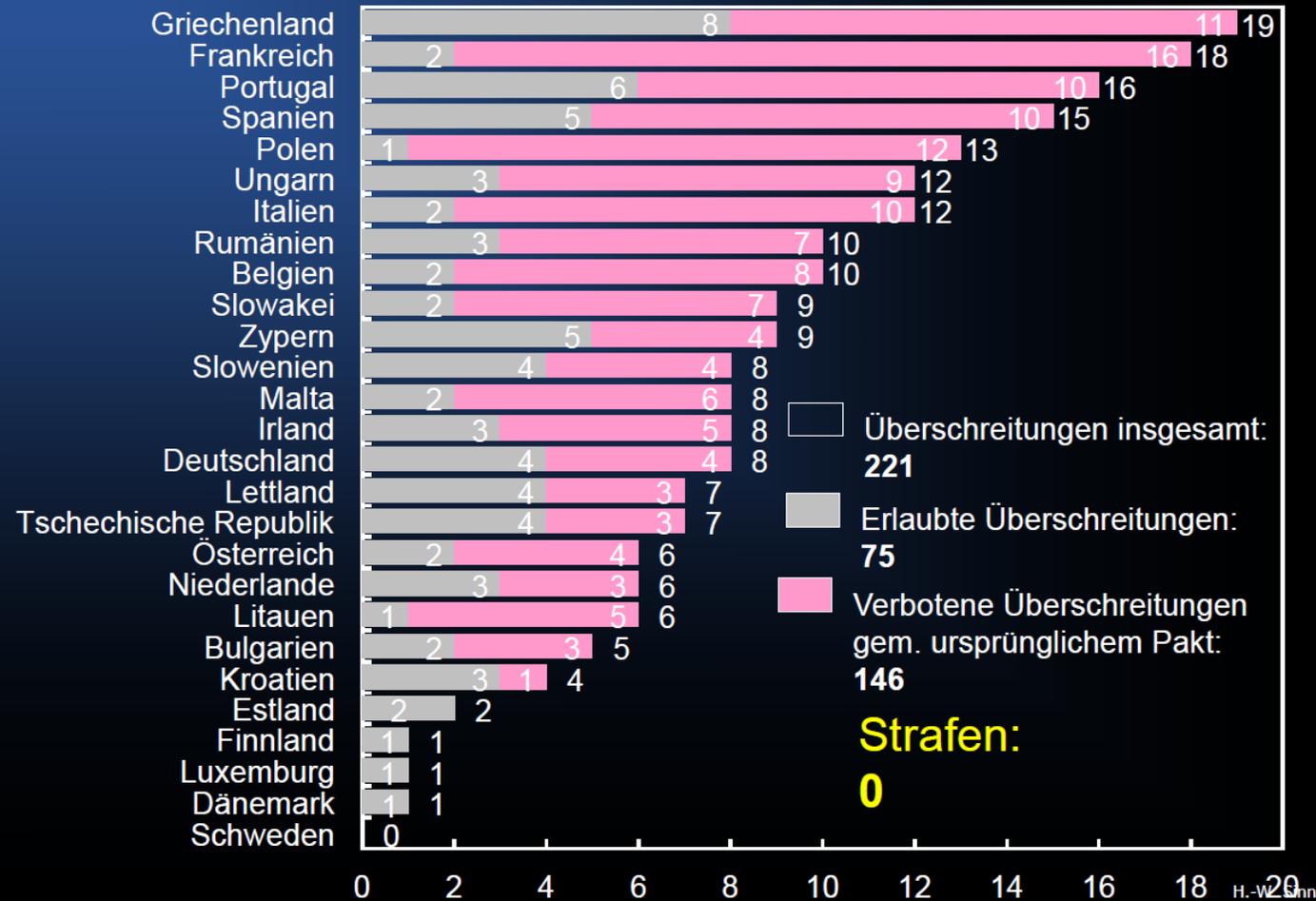
- Zunehmende Zinslasten
 - Schuldentragfähigkeit fraglich (Gefahr des „*sudden stop*“)
 - Herabstufung durch Ratingagenturen
 - Höhere Risikoprämien
 - Höhere Steuern?
-
- Auswirkungen auf Kreditkonditionen Privatsektor (*sovereign ceiling*)
 - Crowding out Effekt
 - Souverän – Banken – Nexus
 - Höhere Steuern
 - Wachstumsbremse

3. Politikversagen bei den europäischen Fiskalregeln (Stabilitätspakt)

Fiskalregeln in der €-Währungsunion

- **Art. 126, Abs. 1 VAEU:** „Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite.“
- Risiko exzessiver Verschuldung größer als in Ländern mit eigener Währung
- Zweifel, ob Finanzmärkte ausreichend restriktiv auf Schulden reagieren
- **Delors Bericht 1989:** „Die Restriktionen, die von Marktseite auferlegt werden, können entweder zu langsam und schwach oder zu abrupt und disruptiv sein“.
- Schließen der „offenen Flanke“ der Geldpolitik (*monetäre vs. Fiskaldominanz*)
- **Stabilitäts- und Wachstumspakt**

Überschreitungen der 3 %-Grenze des ursprünglichen Stabilitäts- und Wachstumspaktes von 1999 bis 2023



Quelle: H.-W. Sinn, 2024

Bisherige Änderungen des SWP seit Inkrafttreten (1998)

- **2005:** 1. Reform; Konzept strukturell ausgeglichener Haushalte; Fülle von Ausnahmeregelungen
- **2011:** 2. Reform; „Six-Pack“, Aufbau von Finanzpuffern; Mindestanforderungen für nationale Regeln
- **2013:** 3. Reform; „Fiskalpakt“, Stärkung „ownership“; Haushaltsziele in nationales Primärrecht
- **2024:** 4. Reform; hoher Grad an Flexibilität vs. Solidität; Fokus auf zeitlich gestreckten Schuldenabbau mit Sonderregelungen; „ownership; gestärkte Rolle der Kommission

2013, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 weitere Veränderungen in Auslegung und Verfeinerungen der Regeln;

Beurteilung: akkommodierende „Reformen“, Anpassung der Regeln an politische Realität; zunehmende Komplexität, Kompliziertheit; Intransparenz; fehlender politischer Durchsetzungswille; Versagen der EU-Institutionen

3. Optionen für eine Trendumkehr

1. Striktere Haushaltsregeln
2. Wirtschaftliches Wachstum
3. Haushaltskonsolidierung
4. Interventionen der Zentralbank/Fiskaldominanz
5. Finanzielle Repression
6. Schuldenrestrukturierung
7. EU-Bonds

(I) Reform der EU-Fiskalregeln 2024

Stärkung der Schuldentragfähigkeit
Förderung nachhaltigen und inklusiven Wachstums

Key principles	How?
Medium-term approach	Medium-term fiscal-structural plans
Incentives for reforms and investments	Possibility of extending the adjustment period
Gradual and credible debt reduction	Differentiated fiscal path to reflect public debt challenges
National ownership	Member States to design their plans based on their economic priorities
Multilateral approach	Common framework from the design to the assessment / adoption and implementation of the plans
Simpler rules	Single operational indicator (net primary expenditure)
Better enforcement	Credible operationalisation of debt-based EDP

Quelle: EU Kommission

Nettoprimärausgaben

Net primary expenditure

Staatliche Ausgaben

- **ohne** Zinsausgaben,
- **ohne** Ausgaben für Programme der EU, konkret: die Verschuldung aus Krediten des NGEU-Programms bleibt bei der Berechnung der Schuldenquote unberücksichtigt,
- **ohne** nationale Ausgaben für die Ko-Finanzierung von EU-Programmen
- **ohne** Ausgaben für Leistungen bei Arbeitslosigkeit,
- **ohne** einmalige und befristete Maßnahmen,

Tragfähigkeitsrisiken

Klassifikation nach Mitgliedstaaten

	Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	Overall LONG-TERM risk category
BE	LOW	HIGH	HIGH
BG	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM
CZ	LOW	MEDIUM	MEDIUM
DK	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	MEDIUM	MEDIUM
EE	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	LOW	MEDIUM
EL	LOW	HIGH	LOW
ES	LOW	HIGH	MEDIUM
FR	LOW	HIGH	MEDIUM
HR	LOW	MEDIUM (HIGH)	LOW (MEDIUM)
IT	LOW	HIGH	MEDIUM
CY	LOW	MEDIUM	LOW
LV	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)
LU	LOW	LOW	HIGH
HU	LOW	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)
MT	LOW	MEDIUM	HIGH
NL	LOW	LOW (MEDIUM)	MEDIUM (HIGH)
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM
PL	LOW	MEDIUM	MEDIUM
PT	LOW	HIGH	LOW
RO	LOW	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM
SI	LOW	MEDIUM	HIGH
SK	LOW	HIGH	HIGH
FI	LOW	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM
SE	LOW	LOW	LOW

Quelle: EU Kommission Debt Sustainability Monitor 2023; April 2024

(II) Wirtschaftswachstum

Wirtschaftliches Wachstum unzureichend, um aus hohen Schulden „herauszuwachsen“

- Woher soll das Wachstum kommen?

Verändertes makroökonomisches Umfeld

- Schwaches Produktivitätswachstum,
- Demografische Veränderungen,
- Schwache Investitionsneigung,
- Geringe Expansion des Welthandels,
- Höheres Inflations- und Zinsumfeld

- Aber: Höheres ***nominales*** Wachstum durch höhere Inflation?

Hochinflationsphase 2022/23 hat relative Schuldenstände um etwa 7 Prozentpunkte reduziert.

Schulden – „Austerität“ - Wachstum

- Hohe Schuldenstände per se Hemmnis für Wachstum und Beschäftigung; daher Konsolidierung unvermeidbar und hilft Vertrauen in Solidität der Staatsfinanzen zurück zu gewinnen; niedrigere Refinanzierungskosten

versus

- Höheres Wirtschaftswachstum und mehr Beschäftigung durch höhere öffentliche Verschuldung und zeitliche Verschiebung der Haushaltskonsolidierung; steigende Refinanzierungskosten

(III) Konsolidierung öffentlicher Haushalte

- Voraussetzung starker politischer Wille und breiter gesellschaftlicher Konsens über Ausgabenbegrenzung und höhere Steuern (*schwierig angesichts Konjunkturlage*)
- Glaubwürdiger mittelfristiger Konsolidierungsplan mit „*front loading*“, verbunden mit wachstumsfördernden Strukturreformen
- **Ausgabenkürzungen** erfolgreicher als **Steuererhöhungen** mit längerfristig günstiger Wirkung auf wirtschaftliches Wachstum
- Grundsätzlich: Aufgabenkritik – Staat oder privat; Qualität/Effektivität öffentlicher Ausgaben;

(IV) Interventionen der Zentralbank

ECB-Transmission Protection Instrument (TPI)

seit Juli 2022

- **Qualifikationskriterien insbesondere**
 - Einhaltung der EU-Haushaltsregeln
 - Keine makroökonomischen Ungleichgewichte
 - Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

- Kumulative Liste von Kriterien
- Umfassende Beurteilung von Markt- und Transmissionsindikatoren
- Prüfung der Verhältnismäßigkeit

(V) Finanzielle Repression (a)

„Subtile“ Formen

- Politischer Druck auf Zentralbank, Staatspapiere zu kaufen (*lender of last resort*)
- „*Moral suasion*“ oder politische Vorgabe gegenüber Investoren, bestimmten Anteil an Staatsanleihen im Portfolio zu halten
- Zinsobergrenze auf Staatspapiere bzw. Zinssätze unterhalb der nominalen Wachstumsrate, d.h. **Verhältnis** Schulden zum BIP verringert sich, ohne Schulden **absolut** zu reduzieren

Finanzielle Repression (b)

Aggressive Formen

- Zwangsanleihen
- Vermögensabgabe

Finanzielle Repression über niedrige Leitzinsen und höhere (Schock)-Inflation

wirkt in zwei Richtungen:

- **Niedrige Nominalzinsen** senken Kosten des **Schuldendienstes**
- **Negative Realzinsen** verringern den **realen Wert der Schulden/Ersparnis und Vermögen = „Kalte Enteignung“**

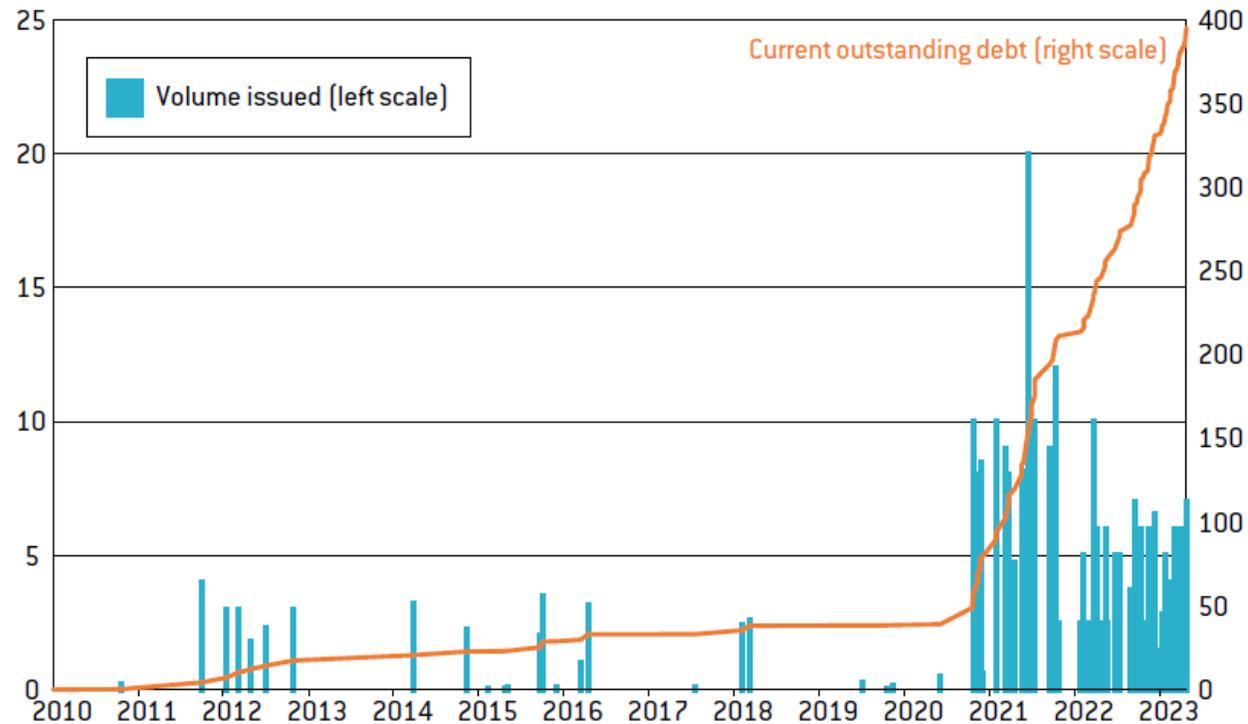
(VI). Schuldenrestrukturierung

- Ausschlaggebend ist **Tragfähigkeitsanalyse** der Schulden: im Zweifel Gläubiger (privat/öffentlich?) bei Ausarbeitung eines Anpassungsprogramms und bei Finanzierung hinzuziehen.
- **Insolvenzordnung für Staaten** – geordnetes Verfahren.
- Insolvenz in einer Währungsunion nicht ausgeschlossen.
- Internationaler Standard: **Kollektivklauseln** (CACs).

(VII) EU-Bonds?

1. EU-Finanzierung nationaler Aufgaben über den EU-Haushalt (mit *indirekter Haftung* aller Mitgliedstaaten)
 - Modell *Next Generation EU (NG EU)*
 - Vermengung supranationaler mit nationalen Auf-/Ausgaben
2. Gesamtschuldnerische Haftung
 - Änderung des EU-Vertragswerks wg. fehlender Verschuldungskompetenz der EU
 - z.T. Änderung nationaler Verfassungen erforderlich
 - Verknüpfung Haftung und Kontrolle
3. EU-Bonds bisher kein anerkannter „sovereign status“ (s. MSCI, ICE)

Anleihe-Emissionen und Verschuldung der EU



Source: Bruegel based on Bloomberg and European Commission. Note: Data as of 30 April 2023; EU debt includes debt securities issued to finance the MFA, BoP, EFSM, NGEU, and SURE programmes.

Quelle: Bruegel Policy Brief 12/2023

Next Generation EU (NGEU)

in Preisen von 2023

Recovery and Resilience Facility

€723.8 billion

🌐 €338.0 in grants ● €385.8 in loans



POWER UP

Clean technologies and renewables



RENOVATE

Energy efficiency of buildings



RECHARGE AND REFUEL

Sustainable transport and charging stations



CONNECT

Roll-out of rapid broadband services



MODERNISE

Digitalisation of public administration



SCALE UP

Data cloud and sustainable processors



RESKILL AND UPSKILL

Education and training to support digital skills

14



NextGenerationEU

contribution to other programmes

€83.1 billion

REACT-EU

€50.6

JUST TRANSITION FUND

€10.9

RURAL DEVELOPMENT

€8.1

INVESTEU

€6.1

HORIZON EUROPE

€5.4

RESCEU

€2.0



5. Folgen und Ausblick für den Euroraum - Fazit

Folgen und Ausblick für den Euroraum

Wahrscheinlichkeit hoch, dass Schulden in den nächsten 5 Jahren nicht stabilisiert werden können, wegen

- geringerem Wirtschaftswachstum
- unzureichenden Primärüberschüssen
- Finanzierungsbedarf über dem Durchschnitt vor der Pandemiephase
(u.a. grüne Transformation, Demografie, Digitalisierung, Verteidigung)

Mit Normalisierung der Märkte *(Ende der Zentralbank-Interventionen)* **dürften Risikoprämien und damit Zinslast in verwundbaren Ländern steigen**

In anderen Fällen könnten Renditen sinken

- wegen sinkender Inflation und sinkenden Leitzinsen,
- dennoch höher als während der Pandemiephase

Bedeutung für den Euro-Raum

- Wachsende **fiskalische Disparitäten**,
- **unterschiedliche Haushaltspuffer**
- **unterschiedliche Kredit-Ratings** und
- **zunehmende Zins-/Renditedifferenzen**

KONKRET: Divergenz statt Konvergenz!

Können

- zu **zunehmenden Spannungen** zwischen den Mitgliedstaaten über Solidarität und Risikoteilung führen und/oder
- **Druck auf Zentralbank** erhöhen, TPI zu aktivieren und auf den Anleihemärkten zu intervenieren.

**Risiko einer erneuten Staatsschuldenkrise im Euro-Gebiet
trotz höherer Resilienz deutlich gestiegen**

Fazit: Keine Exzesse „ohne Sühne“

- Höhere Steuern und Abgaben
- Risiken vermindern sich nicht von selbst ohne Substanzverlust oder durch Risikoverlagerung
- Kalte Enteignung von Ersparnissen und Vermögen (*neg. Realzins*);
- Umverteilungseffekte zugunsten der Schuldner
- Übernahme hoher Risiken auf Zentralbankbilanzen
- Erhebliche Verluste der Gläubiger bei Umschuldung