

# Discussion Paper

Discussion Paper No. 94-02

## **Verschuldungsanreize in der Wirtschafts- und Währungsunion**

Friedrich Heinemann

# ZEW

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH

Public Finance and  
Corporate Taxation Series

30. MRZ 1994 Weltwirtschaft  
Kiel

Discussion Paper No. 94-02

**Verschuldungsanreize in der Wirtschafts-  
und Währungsunion**

Friedrich Heinemann

527/72

W 636 (94.02)



# Verschuldungsanreize in der Wirtschafts- und Währungsunion

von

Friedrich Heinemann

*Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)*

März 1994

## **Zusammenfassung**

Die Bestimmungen zur europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) im Unionsvertrag haben die Anreize für öffentliche Verschuldung verändert. Die Analyse zeigt, daß trotz der Bemühungen, die nationale Eigenverantwortlichkeit zu bewahren, nicht mit einer effektiven Disziplinierung durch die Kapitalmärkte gerechnet werden kann. Der politische Disziplinierungsmechanismus des Vertrags ist in der zweiten Stufe der WWU mit einer wirksamen Sanktionierung versehen. Dem steht in der dritten Stufe der WWU kein Äquivalent gegenüber, so daß die Gefahr besteht, daß die Verschuldungsanreize nach dem Übergang zur Währungsunion voll zum Tragen kommen werden.

## **Abstract**

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

## 1. Einleitung

Die öffentliche Verschuldung in den Industrieländern befindet sich seit den siebziger Jahren auf einem Wachstumspfad, der lediglich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre durch eine zeitweilige Konsolidierungsphase unterbrochen wurde. Von 1973 bis 1993 stieg die durchschnittliche Brutto-Verschuldung in den OECD-Ländern von 35 auf 66 Prozent des Bruttoinlandsprodukts an, diese Schuldendynamik ist weiterhin ungebrochen (OECD, 1993a, S.43, 1993b, S.154). Die Verschuldungssituation in einer Reihe von Ländern ist inzwischen als nicht mehr tragbar zu bezeichnen: Die Zeitpfade von öffentlichen Einnahmen und Ausgaben stehen dort nicht mehr im Einklang mit der intertemporalen Budgetrestriktion des Staates.<sup>1</sup> Kommt es nicht zu deutlichen Anpassungen auf der Ausgabe- oder Einnahmeseite, dann muß es zu Korrekturen am Schuldenstand durch eine - wie auch immer geartete - Gläubigerent-eignung kommen.

Buchanan und Wagner haben 1977 mit "Democracy in Deficit" die Ursachen-analyse für die exzessive Verschuldungsneigung in den Industrieländern begonnen. Seitdem sind in der politökonomischen Analyse viele schuldenbegünstigende Fakto-ren ans Licht gekommen.<sup>2</sup> Der Grundgedanke besteht darin, daß das Finanzierungs-instrument der Verschuldung immer dann besonders populär ist, wenn die ver-antwortlichen Akteure (Politiker oder auch Wähler) zwar in der Gegenwart ihren Nutzen durch die Schuldenfinanzierung steigern können, die in der Zukunft fällig werdenden Rückzahlungsverpflichtungen aber nicht mehr in den Zeithorizont und damit das Nutzenkalkül dieser Akteure eingehen. Mit Hilfe dieses Ansatzes lassen sich Erklärungen für eine - gemessen an Effizienzüberlegungen - exzessive Ver-schuldungsneigung in geschlossenen Volkswirtschaften finden, bei denen es keine internationalen Externalitäten der Verschuldung gibt. Treten grenzüberschreitende Externalitäten hinzu, die dazu führen, daß das Ausland an den Kosten der Ver-schuldung mitträgt, dann wird die Verschuldungsneigung verstärkt.

Die durch den Maastrichter Vertrag definierte Wirtschafts- und Währungs-union eröffnet möglicherweise zwei derartige Externalitätenkanäle. Eine hohe Ver-schuldung stellt ein Gefahrenpotential für eine glaubwürdige Geldpolitik dar. Mit

---

<sup>1</sup>Corsetti/Roubini (1992) sehen ein Tragbarkeitsproblem für die öffentliche Verschuldung im Falle Italiens, Belgiens, Irlands und der Niederlande, Wickens (1993) im Fall Griechenlands und Deutschlands, Heinemann (1993c) im Fall Italiens, Belgiens, Frankreichs und der Niederlande.

<sup>2</sup>Für einen Überblick vgl. von Weizsäcker (1992) oder Heinemann (1994).

steigender Verschuldung wird es für die Politik zunehmend attraktiv, sich durch eine Überraschungsinflation eines Teils der realen Verschuldung zu entledigen. Hier ergeben sich für eine glaubwürdige Anti-Inflationspolitik der Zentralbank Zeitinkonsistenzprobleme (Van der Ploeg, 1991; Illing, 1992). Die denkbare Externalität nationaler Verschuldung in einer Währungsunion besteht dann darin, daß hohe Defizite nicht nur die Preisstabilität im betreffenden Land, sondern die in der ganzen Union gefährden.

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

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

In Abschnitt 2 werden die Vorbedingungen für einen wirkungsvollen marktmäßigen Disziplinierungsmechanismus erörtert. Die für die Verschuldungsfrage relevanten Vertragsinhalte fallen unter zwei Kategorien. Auf der einen Seite gibt es Bestimmungen, die von Bedeutung für die Effektivität dieses marktmäßigen Disziplinierungsmechanismus sind. Diese werden in Abschnitt 3 diskutiert. Auf der anderen Seite zielen eine Reihe von Bestimmungen darauf ab, einen zusätzlichen, politischen Disziplinierungsmechanismus zu installieren. Deren Effektivität wird im Abschnitt 4 analysiert, bevor in Abschnitt 5 über wünschenswerte Reformen nachgedacht wird.

## 2. Marktdisziplin

### 2.1. Wirkungsweise

Auf effizienten Kapitalmärkten muß sich jeder Kreditsuchende einer Bonitätsprüfung unterziehen. Je schlechter die Bonität, desto höher wird der Zins ausfallen, den der Schuldner zu zahlen hat. Dieser Zinsaufschlag ist das entscheidende Element der Marktdisziplin, die auch der Defizitneigung staatlicher Schuldner Grenzen setzt.<sup>1</sup> Ein funktionierender Disziplinierungsmechanismus läßt sich folgendermaßen beschreiben:

$$(1) \quad r_i - r^{RF} = f \left( \frac{D_i - D_i^{krit}}{D_i^{krit}} \right)$$

mit  $f' > 0$ .

Das Land  $i$  hat für seine Kreditaufnahme einen Aufschlag über den risikofreien Marktzins,  $r^{RF}$ , zu zahlen. Dieser Aufschlag steigt mit dem relativen Abstand zwischen tatsächlichem ( $D_i$ ) und kritischem Schuldenstand ( $D_i^{krit}$ ) dieses Landes an. Für gegebenen Marktzins und gegebene kritische Verschuldung kommt es bei Verschuldungsausweitung zu folgender Zinsreaktion:

$$(2) \quad \frac{dr_i}{dD_i} = \frac{f'}{D_i^{krit}}$$

Der kritische Schuldenstand ergibt sich aus der intertemporalen Budgetrestriktion als Gegenwartswert aller zukünftigen öffentlichen Primärüberschüsse des Landes  $i$ ,  $S_{j,i}$ ,  $j = 1, 2, \dots, \infty$  :

$$(3) \quad D_i^{krit} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{S_{j,i}}{(1+r)^j}$$

Je weiter sich der tatsächliche Schuldenstand von dem kritischen Schuldenstand entfernt, der auf Dauer tragbar ist, desto stärker steigt die Risikoprämie und ver-

---

<sup>1</sup>Vgl. Frenkel/Goldstein (1991) und Lane (1993).

teuert so die Kreditanspruchnahme des betreffenden Landes. Zum Funktionieren der Marktdisziplin ist schließlich noch folgende politische Verhaltensfunktion zu unterstellen:

$$(4) \quad D_i = g(r_i - r^{RF})$$

$$\text{mit } g' < 0 .$$

Beziehung (4) besagt, daß die fiskalpolitischen Akteure auf einen Anstieg der Risikoprämie auch tatsächlich mit einer Schuldenreduktion reagieren. Dies ist etwa dann nicht zu erwarten, wenn die eingangs erwähnten Probleme von kurzen Zeithorizonten der Entscheidungsträger von hoher Relevanz sind.

## 2.2. Der Bailout-Effekt

Beziehung (1) wird durch jegliche Bailout-Vermutung seitens der Kapitalmärkte gestört. Mit "Bailout" wird das Eintreten anderer Länder für die Verschuldung eines Staates bezeichnet (Lane, 1993). Wenn der Verdacht besteht, daß ein Land nicht alleine für seine Schulden verantwortlich ist, sondern andere Unionsstaaten mit für diese Verpflichtungen eintreten, dann kommt es nicht mehr unmittelbar zu einem Anstieg der Risikoprämie bei steigenden nationalen Schulden. Im Extremfall, bei Vorliegen eines uneingeschränkten, unionsweiten Bailout-Mechanismus, würde bei der Kreditvergabe an Mitgliedstaaten die jeweilige nationale Bonität keine Rolle mehr spielen. Stattdessen würde nur noch auf die Bonität der Union insgesamt abgestellt. Nach dieser Bonität würde sich der Aufschlag über den risikofreien Marktzins bemessen. Dieser Aufschlag wäre für alle Mitgliedstaaten identisch. In diesem Extremfall wäre Gleichung (1) durch (1)' zu ersetzen:

$$(1)' \quad r_U - r^{RF} = f \left( \frac{D_U - D_U^{krit}}{D_U^{krit}} \right)$$

mit  $r_1, r_2, \dots, r_{12} = r_U$  ;  $f' > 0$  ;  $D_U = \sum_{i=1}^{12} D_i$  ;  $D_U^{krit} = \sum_{i=1}^{12} D_i^{krit}$  .

Eine übermäßige Verschuldung eines einzelnen Mitgliedstaates würde dann nicht zu einer deutlichen Erhöhung der Finanzierungskosten nur für dieses Land, sondern zu einer

abgemilderten Erhöhung des Zinses für alle zwölf Mitgliedstaaten der Union,  $r_U$ , führen:

$$(2)' \quad \frac{dr_i}{dD_i} = \frac{dr_u}{dD_i} = \frac{f'}{D_U^{krit}}$$

Dieser abgemilderte Effekt erklärt sich aus dem - im Vergleich zur nationalen Bonitätsbewertung - geringeren Gewicht der Verschuldung eines einzelnen Landes in einer Bonitätsbewertung der gesamten Union. Eine Bailout-Vermutung würde den Disziplinierungsmechanismus für ein großes Mitgliedsland zumindest stark abschwächen und für ein kleines Mitgliedsland völlig außer Kraft setzen:  $dr_i / dD_i$  in (2)' ist im Vergleich zu  $dr_i / dD_i$  in (2) umso kleiner, je geringer das Gewicht von  $D_i^{krit}$  in  $D_U^{krit}$  ist.

Soll der Bailout-Effekt vermieden werden, ist die bloße Ankündigung, keinen Bailout zu praktizieren, nicht unbedingt ausreichend. Eine derartige Ankündigung kann mit Glaubwürdigkeitsproblemen behaftet sein, wenn die eingangs dargestellten Gefahren einer nationalen Schuldenkrise für die Stabilität des unionsweiten Finanzsektors tatsächlich bestehen. In diesem Fall kann die Union zum Bailout gezwungen werden. Derartige Zusammenhänge würden von effizienten Märkten schon heute erkannt und in die Erwartungsbildung und Risikoanalyse einbezogen (Isard, 1989).<sup>1</sup>

### 2.3. Der Bonitätseffekt

Ein anderer die Marktdisziplin schwächender Effekt kann sich mit einer Modifikation der Gleichung (3) ergeben. Installiert die Union Umverteilungsmechanismen, dann ergibt sich eine andere Beurteilung für den kritischen Schuldenstand der jeweiligen Mitgliedstaaten. Neben dem Gegenwartswert zukünftiger Primärüberschüsse ist dann zusätzlich der Gegenwartswert zukünftiger Nettotransfers ( $NTR_{j,i}$ ) zu berücksichtigen, wenn es um die Bestimmung des kritischen Schuldenstandes für das Land  $i$  geht,  $j = 1, 2, \dots, \infty$ . Gleichung (3) ist in diesem Fall durch Gleichung (3)' zu ersetzen:

---

<sup>1</sup>Lane (1993) sieht in den Schwierigkeiten einer glaubwürdigen No-Bailout-Verpflichtung die "Achillesferse" der Marktdisziplin.

$$(3)' \quad D_i^{krit} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{S_{j,i}}{(1+r)^j} + \sum_{j=0}^{\infty} \frac{NTR_{j,i}}{(1+r)^j}$$

Der kritische Schuldenstand erhöht sich für die Länder, die durch die Umverteilungssysteme begünstigt werden, und verringert sich umgekehrt für die Nettozahler des Systems.

Dieser Effekt, der im weiteren als "Bonitätseffekt" bezeichnet wird, ist logisch vom Bailout-Effekt zu unterscheiden. Der Bailout-Effekt beruht darauf, daß im Falle von nationalen Schuldenproblemen die Union haftet. Der Bonitätseffekt hat nichts mit einer derartigen Solidarhaftung zu tun: Eine nationale Schuldenkrise bleibt weiterhin ein rein nationales Problem; die zu erwartenden Transfers ermöglichen lediglich eine höhere Verschuldung bis es zu dem Eintritt einer Schuldenkrise kommt. Auch wenn eine Solidarhaftung glaubwürdig ausgeschlossen wird, kann also der Bonitätseffekt wirksam sein und umgekehrt.<sup>1</sup>

### 3. Marktdisziplin und Gemeinschaftsverfassung nach Maastricht

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

Der schädliche Einfluß einer Bailout-Vermutung auf die nationale Schuldendisziplin ist von den Vertragsparteien ernst genommen worden. Es ist versucht worden, einen irgendwie gearteten gemeinschaftlichen Bailout für nationale Verschuldung auszuschließen. Ein Bailout kann fiskalisch - durch Hilfszahlungen anderer Mitgliedstaaten oder der Union an den betreffenden Staat - oder aber monetär - durch Kredite seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) oder der nationalen Zentralbanken - durchgeführt werden. Beide Formen haben Berücksichtigung gefunden.

Art. 104<sup>2</sup> beinhaltet ein striktes Verbot der öffentlichen Kreditaufnahme bei der EZB oder nationalen Zentralbanken. Ein monetärer Bailout ist allerdings auch

---

<sup>1</sup>Bovenberg/Kremers/Masson (1991) vermengen beide Effekte: "Hence, a no-bailout clause would not be fully credible, in part because resource transfers through the structural funds or other indirect channels would effectively amount to a bailout"; ähnlich auch Lane (1993, S.67): "In particular, the increasing size of the EC's budget and provisions for interregional transfers may permit a thinly disguised bailout".

<sup>2</sup>Die folgenden Artikelennennungen beziehen sich stets auf den EG-Vertrag nach den Modifikationen durch den Unionsvertrag.

indirekt - ohne direkte Kreditvergabe an staatliche Stellen - vorstellbar: Die EZB könnte bei einer angespannten Verschuldungssituation durch eine von den Märkten nicht erwartete Lockerung der Geldpolitik eine Überraschungsinflation erzeugen, die den realen Wert einer mit Festzinsvereinbarung langfristig finanzierter Schuld reduziert.<sup>1</sup> Die Unabhängigkeit der Geldpolitik, wie sie in Art. 107 verankert ist, schließt aus, daß es zu einem derartigen indirekten monetären Bailout kommt.<sup>2</sup> Art. 104b ("No-Bailout-Klausel") zielt auf den fiskalischen Bailout und schließt die Haftung der Gemeinschaft und der Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten eines Gemeinschaftslandes aus. Der explizite Ausschluß des direkten monetären und des fiskalischen Bailouts ist bereits mit Beginn der zweiten Stufe am 1.1.94 in Kraft getreten (Art. 109e). Stellt man alleine auf diese Bestimmungen ab, so scheint der Bailout-Effekt mit seinen die Marktdisziplin schwächenden Folgen in der Wirtschafts- und Währungsunion keine Relevanz zu haben.

Eine kritischere Sichtweise ergibt sich aber, wenn man fragt, ob der Haftungsausschluß für die Verbindlichkeiten eines Mitgliedstaates eigentlich konsistent mit den sonstigen Inhalten des Unionsvertrags ist. Im Art. A des Unionsvertrags heißt es: "Aufgabe der Union ist es, die Beziehungen zwischen den Mitgliedstaaten ... solidarisch zu gestalten". Der Gedanke der Solidarität durchzieht auch den EG-Vertrag; nach Art. 2 ist es unter anderem Aufgabe der Gemeinschaft, "die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern". Die gemeinschaftliche Solidarität schwächt möglicherweise die Glaubwürdigkeit des Haftungsausschlusses (Baer, 1990; Lane, 1993). Wäre die Solidarität lediglich auf eine allgemeine vertragliche Zielsetzung begrenzt, dann bestünde kaum eine Gefahr für die faktische Wirksamkeit der fiskalischen und monetären No-Bailout-Klauseln. Das Solidaritätsprinzip findet aber darüber hinaus seinen Niederschlag in konkreten institutionellen Regelungen.

Art. 103a Abs. 2 sieht gemeinschaftliche Hilfsmaßnahmen in besonderen nationalen Krisensituationen vor. Dieser Artikel wird mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion wirksam und löst den bis dahin geltenden Art. 109h ab, der die rechtliche Grundlage für EG-Zahlungsbilanzkredite an Mitgliedstaat-

---

<sup>1</sup>Vgl. die Darstellung zu den Geltungsbedingungen einer Überraschungsinflation in Giovannini/Spaventa (1991).

<sup>2</sup>Die Verfassung der Europäischen Zentralbank läßt auch eine faktische Unabhängigkeit der Geldpolitik erwarten; Gefahren ergeben sich allenfalls aus der Kompetenz des Europäischen Rats für die Wechselkurspolitik (Art. 109 Abs. 2 EGV), vgl. Fröhlich (1992); eine sehr viel kritischere Sicht findet sich beispielsweise bei Vaubel (1992).

ten darstellt.<sup>1</sup> Art. 103a Abs. 2 erlaubt der Gemeinschaft, nach einstimmigem Ratsbeschluß einem Mitgliedstaat "unter bestimmten Bedingungen" einen finanziellen Beistand zu gewähren, wenn dieser "aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht" ist. Eine Vertrauenskrise um die Schulden eines Mitgliedslandes würde diesen Tatbestand erfüllen. Eine derartige Situation ist zwar in der Regel durch langjährige Schuldenanhäufung selbstverschuldet. Die Frage der Schuldzuweisung spielt aber hier für die Zulässigkeit eines Gemeinschaftsbeistandes keine Rolle, es wird lediglich auf das Vorliegen einer nicht mehr kontrollierbaren Krisensituation abgestellt, ohne deren tiefere Ursachen zu berücksichtigen. Eine akute Schuldenkrise wäre zweifellos als nicht mehr kontrollierbares und außergewöhnliches Ereignis zu qualifizieren. Ein finanzieller Beistand in einer Schuldenkrise ist aber nichts anderes als ein Bailout. Selbst wenn nicht direkt Schuldtitel des betreffenden Landes übernommen würden, so diene doch der Beistand indirekt dem Land dazu, Spielraum für die Erfüllung seiner Verbindlichkeiten zu gewinnen. Hier ist also ein Instrument gegeben, welches seitens der Kapitalmärkte als Bailout-Mechanismus interpretiert werden werden könnte.

An dieser Einschätzung ändert auch die Tatsache nichts, daß der Beistand nur bei einstimmiger Ratsentscheidung gewährt werden kann. Wie eingangs diskutiert, bringt eine nationale Schuldenkrise Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors in der gesamten Währungsunion mit sich. Von daher ist in einer akuten nationalen Schuldenkrise durchaus mit der Bereitschaft der anderen Unionsstaaten zu rechnen, einem gemeinschaftlichen Beistandsprogramm zuzustimmen. Art. 103a Abs. 2 macht eine Zeitinkonsistenzproblematik wieder relevant, die durch die No-Bailout-Klauseln des Vertrags eigentlich hatte beseitigt werden sollen. Der Schuldendisziplin wäre nur dann geholfen, wenn der Bailout verbindlich ausgeschlossen würde; durch den Gemeinschaftsbeistand ist aber eine Möglichkeit gegeben, von der No-Bailout-Verpflichtung abzurücken. Diese Option schwächt schon heute den Disziplinierungsmechanismus entscheidend, weil sie von den Märkten zur Kenntnis genommen wird und der marktmäßige Disziplinierungsmechanismus nicht zum Tragen kommt.

Noch in einer anderen Hinsicht sind die Konkretisierungen des Solidaritätsprinzips geeignet, die No-Bailout-Klauseln zu untergraben. Aus dem Solidaritätsprinzip leitet sich die gemeinschaftliche Kohäsionspolitik ab (EGV, Titel XIV. Wirt-

---

<sup>1</sup>Art. 109h findet in der dritten Stufe weiter auf diejenigen Staaten Anwendung, die noch nicht an der Währungsunion teilnehmen (Art. 109k Abs. 6).

schaftlicher und sozialer Zusammenhalt). Die finanziellen Instrumente dieser Kohäsionspolitik (Strukturfonds, Europäische Investitionsbank) verfügen über ein inzwischen beträchtliches Volumen. Dies bleibt nicht ohne Einfluß auf den Marktmechanismus. Hier ist in erster Linie an einen Bonitätseffekt zu denken. Diese Möglichkeit wird im nächsten Abschnitt betrachtet. Darüber hinaus hat die Kohäsionspolitik eine dem Bailout-Effekt vergleichbare Wirkung, wenn es zur Vergabe von Darlehen kommt, die mit einer Garantie der Gemeinschaft versehen sind.

Genau dies ist aber der Fall für die Kreditgewährung der Europäischen Investitionsbank (EIB).<sup>1</sup> Die EIB vergibt in der Gemeinschaft Darlehen für kohäsionspolitische Zwecke und refinanziert sich durch Anleihen an den internationalen Finanzmärkten. In ihrer Preispolitik unterscheidet sich die EIB wesentlich von profitorientierten Finanzintermediären. Die Satzung schreibt die Besicherung der Kredite in der Regel durch Garantien der jeweiligen Mitgliedstaaten vor. Die Bonität von Kreditnehmern und Garanten spielt aber im Gegensatz zur Konditionensetzung seitens privater Kapitalgeber keine Rolle für die Bestimmung des Kreditzinses. Dieser bestimmt sich vielmehr alleine durch die Anleihekonditionen, zu denen sich die Bank in der jeweiligen Kreditwährung refinanzieren kann. Zur Deckung der Betriebskosten wird lediglich eine zusätzliche Marge von 0,15 Prozent erhoben. Da die Bonität der EIB durch die Ratingagenturen in die höchste Güteklasse des "Triple A" eingestuft wird, sind die EIB-Kredite vor allem für Schuldner geringerer Bonität attraktiv. Das erstklassige Standing verdankt die Bank dem gezeichneten Kapital der Eignerstaaten (die zwölf EU-Mitgliedstaaten), welches in voller Höhe und uneingeschränkt als Garantiekapital zur Verfügung steht. EIB-Kredite an Mitgliedstaaten sind also gewissermaßen mit einer Bailout-Garantie in Form des Garantiekapitals versehen. In dem Maße, in dem Gemeinschaftsländer in den Genuß von EIB-Darlehen kommen, ist der Bailout-Effekt voll wirksam und der Disziplinierungsmechanismus außer Kraft gesetzt. Man kann davon ausgehen, daß gerade die Länder mit angeschlagener Bonität versuchen werden, ein Höchstmaß an nationalen Projekten durch EIB-Darlehen zu finanzieren, bevor der Weg einer Kapitalmarktverschuldung ohne die kostensparende Garantie der EIB beschritten wird.

Tabelle 1 gibt eine Vorstellung über die Bedeutung der EIB-Kreditgewährung. Immerhin kommen Mitgliedstaaten in den Genuß von EIB-Darlehen in einer Größenordnung von bis zu sieben Prozent (Irland) des jeweiligen BIP (Darlehensstand 31.12.92). Mit einem weiteren schnellen Wachstum der EIB-Kredite ist zu rechnen,

---

<sup>1</sup>Vgl. das Portrait und die Analyse der EIB bei Heinemann (1993a).

zumal noch ein erheblicher Spielraum vorhanden ist, bis die derzeitige satzungsmäßige Obergrenze von 144 Mrd. ECU Darlehen und Garantien erreicht ist (ausstehende Darlehen und Garantien per 31.12.92: 84,3 Mrd. ECU).<sup>1</sup>

**Tabelle 1: Ausstehende und ausgezahlte EIB-Darlehen nach dem Projektstandort (Stand 31.12.92)**

Land	Darlehen in Mio. ECU	Darlehen in % des nationalen BIPs
Belgien	821	0,5
Dänemark	3.916	3,5
Deutschland	6.134	0,4
Frankreich	9.352	0,9
Griechenland	2.238	3,7
Großbritannien	8.325	1,0
Irland	2.587	6,9
Italien	23.908	2,5
Luxemburg	110	1,4
Niederlande	1.178	0,5
Portugal	4.005	6,1
Spanien	9.898	2,2

Quelle: EIB (1993), EG-Kommission (1993), eigene Berechnungen

---

<sup>1</sup>EIB (1993), S.74.

### 3.2. Transfers und Bonitätseffekt

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

Dieser Effekt wird sich in Zukunft eher verstärken. Der Maastrichter Vertrag hat mit der Schaffung des Kohäsionsfonds ein neues Instrument ins Leben gerufen, welches den vier Ländern mit dem geringsten Pro-Kopf-Einkommen (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien) zugute kommen wird. In der finanziellen Vorausschau der Gemeinschaft bis 1999 ("Delors-II-Paket") ist zudem ein deutlicher Anstieg des Ausgabenanteils für die sonstigen Strukturfonds vereinbart worden. Die "armen Vier" der Gemeinschaft können von 1992 bis 1999 mit einer realen Verdoppelung der sie begünstigenden Strukturmittel rechnen.<sup>1</sup> Neben der Bailout-Vermutung ist es gerade diese Umsetzung des Solidaritätsprinzips, welche die Wirksamkeit der Marktdisziplin beeinträchtigen wird.

Um die Größenordnung des Bonitätseffekts für die Unionsstaaten zu quantifizieren, ist Gleichung (3)' ungeeignet, da der Gegenwartswert zukünftiger Transfers kaum quantifizierbar erscheint. Um dennoch eine Vorstellung über das Ausmaß des Effekts zu erhalten, kann ein auf Domar (1944) zurückgehendes Instrumentarium genutzt werden.<sup>2</sup> Die Idee besteht darin, aus den dynamischen Eigenschaften der öffentlichen Budgetrestriktion abzuleiten, unter welchen Bedingungen die Schulden-Einkommens-Quote stabilisiert werden kann. Die Stabilisierung dieser Quote kann als Hinweis für eine tragbare Verschuldung interpretiert werden. Der Schuldenstand entwickelt sich im Zeitverlauf gemäß folgender Differenzgleichung:

$$(5) \quad D_{t+1} - (1+r) D_t = - (1+r) (S_t + NTR_t) ,$$

wobei  $D_t$  den Schuldenstand,  $S_t$  den Primärüberschuß und  $NTR_t$  den Nettotransfer zum Zeitpunkt  $t$  - jeweils reale Größen - bezeichnen,  $r$  ist der Realzinssatz. Nach Division durch  $Y_{t+1}$  ergibt sich die Differenzgleichung für die Schulden-Einkom-

---

<sup>1</sup>Die Daten zum Delors-II-Paket finden sich in EG-Kommission (1992), für eine Analyse vgl. Heinemann (1993b).

<sup>2</sup>Vgl. dazu auch Heinemann (1993c).

mens-Quote; kleine Buchstaben bezeichnen eine Quote zum Einkommen, und  $w$  ist die reale Wachstumsrate des Einkommens mit  $1+w = Y_{t+1}/Y_t$  :

$$(6) \quad d_{t+1} - \frac{(1+r)}{(1+w)} d_t = - \frac{(1+r)}{(1+w)} (s_t - ntr_t)$$

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

$$(7) \quad d_t = \left( d_0 - \frac{(s+ntr)(1+r)}{(r-w)} \right) \left( \frac{1+r}{1+w} \right)^t + \frac{(s+ntr)(1+r)}{(r-w)}$$

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

$$(8) \quad d^{krit} = \frac{(s+ntr)(1+r)}{(r-w)}$$

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

$$(9) \quad \frac{dd^{krit}}{dntr} = \frac{1+r}{r-w}$$

Mit einem Realzins von vier Prozent und einer realen Wachstumsrate von zwei Prozent ergibt sich beispielsweise ein Wert von 0,52, der folgendermaßen zu interpretieren ist: Kommt ein Staat über ein internationales Transfersystem in den Genuß eines dauerhaften externen Mittelzuflusses in der Größe von einem Prozent des Einkommens, dann kann er dadurch einen Anstieg der Schulden-Einkommens-Quote von 52 Prozentpunkten finanzieren. Diese Kalkulation liefert somit eine Vorstellung über den zusätzlichen Verschuldungsspielraum  $\Delta d^{krit}$ , den ein Land gewinnt, welches in den Genuß von Nettotransfers kommt:

$$(10) \quad \Delta d^{krit} = \frac{\Delta ntr(1+r)}{r-w}$$

Tabelle 2 beleuchtet mittels dieses Instrumentariums den Bonitätseffekt, der sich aus den Umverteilungswirkungen der EU-Finzen ergibt. Die Nettotransferquote wird als Relation zwischen Nettozahlungen aus dem EU-Haushalt an einen Mitgliedstaat und dessen BIP quantifiziert. Die Nettozahlungen ergeben sich aus der Differenz zwischen den einem Mitgliedstaat zurechenbaren EU-Auszahlungen und den jeweiligen Beitragszahlungen. Für eine reale Wachstumsrate von zwei Prozent<sup>1</sup> und verschiedene Realzinssätze wird so für jedes Land  $\Delta d^{krit}$  ermittelt.

**Tabelle 2: Bonitätseffekt in der EU**

	$\Delta ntr =$ Nettozahlungen aus EU-Haushalt/BIP 1991 (in %)	$\Delta d^{krit}$ (in %)		
		w=0,02 r=0,03	w=0,02 r=0,04	w=0,02 r=0,05
Belgien	0,24	24,6	12,4	8,3
Dänemark	0,37	38,6	19,5	13,1
Deutschland	-0,64	-66,4	-33,5	-22,6
Frankreich	-0,23	-23,8	-12,0	-8,1
Griechenland	3,60	370,8	187,2	126,0
Großbritannien	-0,07	-7,4	-3,7	-2,5
Irland	5,71	588,5	297,1	200,0
Italien	-0,14	-14,4	-7,3	-4,9
Luxemburg	1,94	199,9	100,9	67,9
Niederlande	-0,21	-21,8	-11,0	-7,4
Portugal	1,65	170,0	85,8	57,8
Spanien	0,45	46,8	23,6	15,9

Quelle: Statistisches Bundesamt (1993), eigene Berechnungen.

<sup>1</sup>Eine Wachstumsrate von zwei Prozent entspricht etwa dem Durchschnittswert für das Wachstum des EG-BIPs von 1974 bis 1993, vgl. EG-Kommission (1993, S. 207).

Insbesondere für Irland, Griechenland und Portugal (wenn man von Luxemburg einmal absieht) weist diese Rechnung, die auf Zahlen von 1991 basiert, auf einen ausgeprägten Bonitätseffekt hin. Die erwähnten Weichenstellungen des Maastrichter Vertrages (u.a. die Einführung des Kohäsionsfonds) werden das makroökonomische Gewicht der Nettotransfers zugunsten dieser drei Länder (und zugunsten Spaniens) verstärken. Von daher führt die Rechnung mit Vergangenheitsgrößen tendenziell zu einer Unterschätzung des in Zukunft wirksamen Bonitätseffekts. Diese Ergebnisse rechtfertigen die Vermutung, daß es die kontinuierlichen EU-Transfers sind, welche diesen Ländern hohe Schuldenquoten ermöglichen, ohne daß es zu Schuldenkrisen oder zumindest zu deutlich kritischerer Bonitätsbewertung seitens der Kapitalmärkte kommt.

#### **4. Ein wirksamer politischer Disziplinierungsmechanismus?**

Die vorangegangene Analyse stimmt pessimistisch, was die Wirksamkeit der Marktdisziplin unter den Bedingungen des Vertrags von Maastricht anbelangt. Daß diese pessimistische Einschätzung von den Autoren des Vertrags geteilt worden ist, kann man aus dem Versuch ersehen, zusätzlich zum marktmäßigen einen politischen Disziplinierungsmechanismus zu installieren. Es sind eine Reihe von Regelungen gefunden worden, die dazu dienen sollen, ein in irgendeiner Weise gemeinschaftsschädliches nationales Verhalten korrigieren zu können. Tabelle 3 gibt eine Übersicht über die wesentlichen Elemente des politischen Disziplinierungsmechanismus, der durch den Vertrag konstruiert worden ist.

Die Bestimmungen zur wirtschaftspolitischen Koordination und multilateralen Überwachung des Art. 103 beziehen sich nicht speziell auf die Verschuldungsproblematik. Ganz allgemein soll bei einer Abweichung nationaler Wirtschaftspolitik von der gemeinschaftlich definierten Grundlinie oder bei einer Gefährdung des ordnungsgemäßen Funktionierens der WWU ein korrigierender Einfluß ausgeübt werden. So kommt diese Regelung prinzipiell auch für die Verschuldungsfrage in Betracht. Allerdings leidet die multilaterale Überwachung nicht nur an der mangelnden Präzision bei der Feststellung eines Regelverstößes, sondern vor allem auch an der schwachen Sanktion, mit der ein Regelverstoß geahndet wird. So droht lediglich die Veröffentlichung einer wirtschaftspolitischen Empfehlung an das betreffende Land.

Die Regelungen zur Haushaltsdisziplin im Art. 104c (mit den Ergänzungen im

"Protokoll über das Verfahren bei übermäßigen Defiziten") zielen direkt auf die Verschuldungsproblematik ab und sollen Defizite und nationale Schuldenstände, die bestimmte Referenzwerte (die bekannten drei Prozent Defizit/BIP und 60 Prozent Schuldenstand/BIP) überschreiten, verhindern. Allerdings besteht in der Sanktionierung dieser Bestimmung ein ganz wesentlicher Unterschied zwischen der zweiten und der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion.

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

Die Sanktionen bei übermäßigen Defiziten sind also in der zweiten und in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion von grundlegend unterschiedlicher Qualität. Man kann davon ausgehen, daß die Verweigerung der Währungsunionsteilnahme eine politisch schmerzhafteste Sanktion darstellt. Zweifel bestehen hier allerdings hinsichtlich der konsequenten Anwendung der Konvergenzkriterien.<sup>1</sup> Der Rat ist lediglich verpflichtet, die Berichte über die Prüfung der Konvergenzkriterien "gebührend" zu berücksichtigen und entscheidet dann mit qualifizierter Mehrheit (Art. 109 Abs. 3 und 4). Von daher scheint das "Mehrheitsproblem" zu bestehen: Wenn eine Mehrheit der Länder - wie zu erwarten - Schwierigkeiten mit den Kriterien hat, könnte diese Mehrheit sich bequemere Kriterien schaffen. Die Inter-

---

<sup>1</sup>Vgl. z.B. Fröhlich (1992).

pretation des Bundesverfassungsgerichts in seinem Urteil zum Maastrichter Vertrag hat allerdings die Lage verändert und insbesondere das "Mehrheitsproblem" abgemildert. In der Einschätzung des Gerichts erlaubt der Vertrag keine willkürliche Abweichung von den wohldefinierten Kriterien durch bloße Mehrheitsentscheidung im Rat. Eine derartige Praxis sei durch das deutsche Zustimmungsgesetz zum Vertrag nicht mehr gedeckt. "Damit ist hinreichend sichergestellt, daß ohne deutsche Zustimmung - und damit ohne maßgebliche Mitwirkung des Deutschen Bundestages - die Konvergenzkriterien nicht 'aufgeweicht' werden können" (Bundesverfassungsgericht, 1993, S. 433). Das Urteil räumt dem deutschen Bundestag somit ein Vetorecht gegen eine lockere Interpretation der Konvergenzkriterien ein. Der Versuch, die deutsche Seite in der Frage der Konvergenzbeurteilung zugunsten einer Aufweichung zu überstimmen, würde verfassungsrechtlich zu einer Außerkraftsetzung der deutschen Zustimmung zum Vertrag insgesamt führen. Geht man davon aus, daß die deutsche Seite auf einer recht engen Interpretation der Konvergenzkriterien bestehen wird, dann ist der politische Disziplinierungsmechanismus in der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion tatsächlich mit einer wirkungsvollen Sanktion ausgestattet.<sup>1</sup>

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

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

---

<sup>1</sup>Diese Argumentation setzt allerdings voraus, daß die deutsche Seite nicht selber - wegen der deutschen Verschuldungsproblematik - ein Interesse an einer Aufweichung der Konvergenzkriterien hat. Diese Prämisse ist sicher angreifbar.

**Tabelle 3: Der politische Disziplinierungsmechanismus im EG-Vertrag**

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

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

## 5. Ausblick

Mit einer wirkungsvollen Disziplinierung durch den Kapitalmarkt ist im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion in ihrer jetzigen Ausgestaltung nicht zu rechnen. Der politische Disziplinierungsmechanismus dürfte in der zweiten Stufe einige Wirkung entfalten, während in der dritten, endgültigen Stufe die glaubwürdige Sanktionierung fehlt. Somit werden die Verschuldungsanreize vor allem nach dem Übergang zu einer einheitlichen Währung zum Tragen kommen - mit allen negativen Konsequenzen für die zu erwartende Stabilität der gemeinsamen europäischen Währung. Reformen könnten sowohl am marktmäßigen als auch am politischen Disziplinierungsmechanismus ansetzen.

Die Marktdisziplin würde wirkungsvoll durch eine Verringerung von Bailout-Vermutung und Bonitätseffekt unterstützt. Der Beistandsmechanismus des Art. 103a Abs. 2 könnte um ein Verbot von Finanzhilfen für einen Mitgliedstaat mit übermäßigen Defiziten ergänzt werden. Die Konditionensetzung der EIB sollte durch einen marktüblichen Zinsaufschlag entsprechend dem jeweiligen Länderrisiko ergänzt werden. Beide Maßnahmen würden die Glaubwürdigkeit der fiskalischen und monetären No-Bailout-Klauseln verbessern. Dem Bonitätseffekt könnte dadurch entgegengesteuert werden, daß übermäßige Defizite zusätzlich mit einer Reduktion der Strukturfondsmittel zugunsten des betreffenden Landes sanktioniert würden. Diese Sanktion, die in den Vertragsverhandlungen diskutiert wurde und am Widerstand der südlichen EG-Länder scheiterte (Häde, 1992, S. 177), würde dazu führen, daß der Kapitalmarkt wesentlich sensibler auf eine zunehmende öffentliche Verschuldung eines Mitgliedstaates reagieren würde. Mit der zunehmenden Verschuldung würden dann ja gleichzeitig zukünftige Unionstransfers in Frage gestellt.

Allgemein gilt, daß die Marktdisziplin umso wirkungsvoller sein wird, je weniger ehrgeizig das Solidaritätsprinzip des Vertrags in Transfers umgesetzt wird. Oftmals wird argumentiert, daß eine Währungsunion nur mit starker fiskalischer Verflechtung angemessen funktionieren kann (z.B. Goodhart, 1992; Seidel, 1992). In bezug auf das Verschuldungsproblem ist das Gegenteil richtig.

Je geringer die Bereitschaft zu Reformen ist, die der Marktdisziplin hilfreich sein würden, desto stärker wird die Notwendigkeit, dem politischen Disziplinierungsmechanismus in der dritten Stufe mehr Druck zu verleihen. Es wäre sinnvoll, für die dritte Stufe ein Äquivalent zur Nichtzulassungsdrohung der zweiten Stufe zu schaffen: Einen Mechanismus zum Ausschluß aus der Währungsunion bei fortdauernd übermäßigen Defiziten. Außerdem sollten die schon bestehenden, aber nur vage formulierten Sanktionen konkretisiert und deren tatsächliche Anwendung bei Fehlverhalten glaubwürdig angekündigt werden. Zu diesem Zweck wäre eine automatische Sanktionierung denkbar, die lediglich durch Einstimmigkeit aufzuhalten wäre. Dies würde das Mehrheitsproblem der jetzigen Konstruktion beseitigen und den Entscheidungszwang umkehren.

## Literaturverzeichnis

- Baer, Gunter D. (1990): Die Bedeutung der Übertragung von nationalen Entscheidungsbefugnissen bei der Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion, in: Peter Bofinger (Hrsg.), *Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion*, Wiesbaden, 31-44.
- Bovenberg, A.Lans/Kremers, Jereon J.M./Masson, Paul R. (1991): Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies, in: *IMF Staff Papers*, 38, 374-398.
- Buchanan, James M./Wagner, R.E. (1977): *Democracy in Deficit*, New York.
- Bundesverfassungsgericht (1993): Urteil vom 12. Oktober 1993, in: *Europäische Grundrechte Zeitschrift*, 20 (17), 429-448.
- Corsetti, Giancarlo/Roubini, Nouriel (1992): Tax Smoothing Discretion Versus Balanced Budget Rules in the Presence of Politically Motivated Fiscal Deficits: The Design of Optimal Fiscal Rules for Europe after 1992, *CEPR Discussion Paper*, Nr. 682, London.
- Domar, Evsey D. (1944): The 'Burden of the Debt' and the National Income, in: *American Economic Review*, 34, 798-827.
- EG-Kommission (1992): Europäischer Rat Edinburgh 11./12. Dezember 1992, *Schlußfolgerungen des Vorsitzes*, in: *EG-Nachrichten* Nr. 15 vom 21. Dezember 1992.
- EG-Kommission (1993): *Jahreswirtschaftsbericht 1993*, in: *Europäische Wirtschaft*, 54.
- Europäische Investitionsbank (1993): *Jahresbericht 1992*, Luxemburg.
- Frenkel, Jacob A./Goldstein, Morris (1991): Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union, in: *IMF Staff Papers*, 38, 356-373.
- Fröhlich, Hans-Peter (1992): *Geldwertstabilität in der europäischen Währungsunion*, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Institut der deutschen Wirtschaft, Nr. 201, Köln.
- Giovannini, Alberto/Spaventa, Luigi (1991): Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-Entry Clause, *CEPR Discussion Paper*, Nr. 516, London.
- Goodhart, Charles A.E. (1992): National Fiscal Policy within EMU; The Fiscal Implications of Maastricht, in: Charles A.E. Goodhart (Hrsg.), *EMU and ESCB after Maastricht*, London, 267-300.
- Häde, Ulrich (1992): Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in: *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 6/1992, 171-178.
- Heinemann, Friedrich (1993a): Europäische Investitionsbank - Subsidiärer Finanzintermediär oder Umverteilungsinstrument?, in: *Wirtschaftsdienst, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 73, 98-103.
- Heinemann, Friedrich (1993b): Stimmt die "Rechnung für Maastricht"? - Eine Analyse des Delors-II-Pakets, in: *ZEW-Wirtschaftsanalysen*, 1, 169-191.
- Heinemann, Friedrich (1993c): Sustainability of National Debt in Europe, in: *Inter-*

- economics, 28, 61-68.
- Heinemann, Friedrich (1994): Staatsverschuldung, Ursachen und Begrenzung, in: Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Nr. 214, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Illing, Gerhard (1992): Staatsverschuldung in einer Europäischen Währungsunion, Münchener Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge, Nr. 92-12, München.
- Isard, Peter (1989): The Relevance of Fiscal Conditions for the Success of European Monetary Integration, IMF Working Paper, Nr. WP/89/6, Washington.
- Lane, Timothy D. (1993): Market Discipline, in: IMF Staff Papers, 40, 53-88.
- OECD (1993a): OECD Economic Outlook, No. 53, Paris.
- OECD (1993b): OECD Economic Outlook, No. 54, Paris.
- Seidel, Martin (1992): Zur Verfassung der Europäischen Gemeinschaft nach Maastricht, in: Europarecht, 1992, 125-144.
- Statistisches Bundesamt (1993): Statistisches Jahrbuch für das Ausland, Wiesbaden.
- Van der Ploeg, Frederick (1991): Budgetary Aspects of Economic and Monetary Integration in Europe, CEPR Discussion Paper, Nr. 492, London.
- Vaubel, Roland (1992): Das Ende der Preisstabilität, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.3.1992, S.13.
- Weizsäcker, Robert K. von (1992): Staatsverschuldung und Demokratie, in: Kyklos, 45, 51-67.
- Wickens, Michael (1993): The Sustainability of Fiscal Policy and the Maastricht Conditions, London Business School, Centre for Economic Forecasting Discussion Paper, Nr. 10-93, London.