

# SCHULDENSCHNITT

**DIE ZENTRALBANKEN KÖNNTEN DIE SCHULDEN, DIE SIE DURCH DIE ANLEIHENKÄUFE ÜBERNOMMEN HABEN, EINFACH STREICHEN. DOCH DER SINNVOLLERE UND REALISTISCHERE WEG ZUM SCHULDENABBAU FÜHRT ÜBER HOHES WIRTSCHAFTSWACHSTUM UND RELATIV NIEDRIGE ZINSEN. PETER ROHNER**

## ES GIBT KEINEN EINFACHEN WEG AUS DER SCHULDENFALLE

IN DER PANDEMIE SIND DIE STAATSSCHULDEN EXPLODIERT. DIE LÖSUNG LIEGT ZWISCHEN MEHR WACHSTUM UND HILFE DER ZENTRALBANKEN.

Ein nicht zu übersehender Nebeneffekt der Pandemie ist der weltweit synchrone Anstieg der Staatsschulden. Selbst Deutschland hat die schwarze Null hinter sich gelassen. Und im Schweizer Bundeshaushalt klaffte 2020 ein Loch von fast 16 Mrd. Fr. Die Bruttoschuldenquote des gesamten öffentlichen Sektors ist hierzulande nach Schätzung des Internationalen Währungsfonds auf 45% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen. Doch im Vergleich zu den meisten grossen Industriestaaten ist das ein Klacks. In der Eurozone liegt die Schuldenquote bei fast 100% des BIP, in den USA sogar deutlich drüber. Beschleunigt hat sich das Schuldenswachstum auch in Japan, das mit einer Quote von über 250% vor Griechenland und Italien die Schuldenrangliste anführt (vgl. Grafik Seite 21).

Bei diesen Summen stellt sich unweigerlich die Frage: Ist das noch nachhaltig? Man kann argumentieren, dass die Tragfähigkeit von der Zinslast abhängt, die aktuell viel niedriger liegt. Aber selbst dann muss man sich fragen: Wie kann ein Staat mit einer so hohen Bürde je wieder seine fiskalische Flexibilität zurückerlangen und in die Zukunft investieren? Ist es nicht Zeit für einen Neuanfang, für einen Schuldenschnitt bis zu einem gewissen Niveau zum Beispiel, wodurch alle Länder wieder einigermaßen gleiche Startvoraussetzungen hätten?

Eine Forderung in diese Richtung hat Anfang Jahr eine Gruppe von rund hundert Ökonomen und Politikern gestellt: Die Europäische Zentralbank (EZB) solle den Mitgliedstaaten die Schulden von rund 3 Bio. € doch erlassen. «Wir schulden uns ein Viertel der Anleihen selbst», rechneten die Unterzeichner vor (vgl. Grafik 1). Sie schlugen vor, die Staatsanleihen, die die EZB im Rahmen der expansiven Geldpolitik gekauft hat, zu streichen oder in ewige Anleihen mit 0% Coupon zu wandeln. Nur so bekämen die Staaten den Spielraum, um in soziale Projekte und den Wandel zu einer grüneren Wirtschaft zu investieren. Die Idee des Schuldenerlasses war nicht neu. Der ehemalige Chef der britischen Finanzaufsicht Lord Adair Turner hatte sie mehrmals vorgebracht. Sein Argument: Eine Streichung der Schulden wäre ehrlicher als die De-facto-Monetisierung durch immer mehr Anleihenkäufe.

### Sinnlose und nicht durchsetzbare Idee

Doch der Vorschlag wurde entweder nicht ernst genommen oder stiess auf heftige Gegenwehr. Undenkbar sei eine solche Schuldenschnitt, befand EZB-Präsidentin Christine Lagarde, weil es gegen das Gesetz verstosse, die Staatsausgaben direkt zu monetisieren. Andere Kritiker führten an, dass durch

einen Schuldenschnitt das Vertrauen der Investoren sinken und die Finanzierungskosten für die übrigen Schulden steigen würden. «Eigentlich hat die Idee niemand wirklich ernst genommen», sagt Daniel Gros, Direktor der Brüsseler Denkfabrik Center for European Policy Studies. «Es wäre politisch, wirtschaftlich und juristisch nicht durchsetzbar.»

Wenig Verständnis für die Aktion hat auch Wirtschaftspräsident Paul De Grauwe, aber aus einem anderen Grund. «Der Vorschlag ergibt einfach keinen Sinn», sagt der Belgier, der an der London School of Economics and Political Science (LSE) lehrt und forscht. Ökonomisch betrachtet passiere nichts Substanzielles, wenn die Staatsanleihen im Besitz der Zentralbank geschreddert würden. Die Schuldentilgung finde bereits in dem Moment statt, in dem die Zentralbank die Papiere erwerbe. «Denn sobald sie auf der Bilanz der Notenbank sind, sind sie ökonomisch bereits nicht mehr existent, weil sie keine Last mehr für die Regierung darstellen», erklärt De Grauwe. «Sie zahlt Zinsen an die Zentralbank, die das Geld an die Regierung ausschüttet.» Es sei irrelevant, zu welchem Preis diese Anleihen bei der Zentralbank in den Büchern stünden. «Der Vorschlag unterliegt der Illusion, man könne dieselben Schulden zwei Mal streichen.»

Mittlerweile ist es um den Schuldentilgungsvorschlag ohnehin ruhig geworden. Die wirtschaftliche Lage hat sich deutlich aufgehellt, die Akzeptanz für ausserordentliche Krisenmassnahmen ist gesunken. «Die Diskussion über die Schuldenschnitt hat sich erledigt», bestätigt Gros. Im Fokus stehen nun vielmehr die Zukunft des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) sowie die Frage, wie die Euroländer ihre Schulden abbauen und welche Regeln für Defizite gelten sollen. Der SWP verlangt von den Ländern Haushaltsdisziplin, um die Verschuldung in Richtung 60% zu reduzieren (vgl. Seite 21). In der Krise 2020 wurde er bis Ende 2022 ausgesetzt. Bis dann soll er revidiert werden. Sonst droht der ganze Wachstumsimpuls aus dem Wiederaufbaufonds zu verpuffen, befürchten die Befürworter flexiblerer Fiskalregeln.

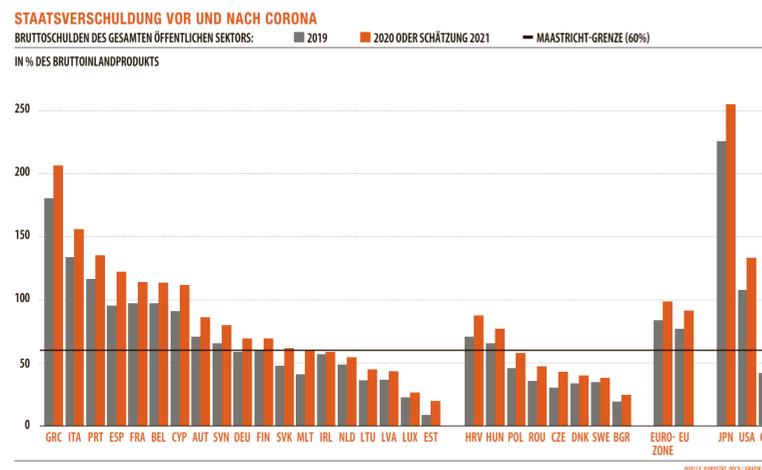
Das Konsultationsverfahren zur Revision des SWP hat im Herbst begonnen. Die Ökonomen des Europäischen Stabilitätsmechanismus schlagen vor, das Regelwerk zu vereinfachen und die Schuldengrenze auf 100% anzuheben. Auch viele andere halten die Maastricht-Referenzwerte für unrealistisch. Italien müsste jährlich einen Primärüberschuss von gut 5% erzielen, damit die Schuldenquote in zwanzig Jahren auf 60% gedrückt werden könnte, Griechenland sogar 6%, zeigt eine Berechnung von Société Générale (vgl. Grafik 2).

Die Maastrichter Grenzwerte seien aus ökonomischer Sicht völlig willkürlich, schreibt der deutsche Wirtschaftsweisen Achim Truger. Zudem habe sich der SWP in der Vergangenheit als prozyklisch und krisenverschärfend erwiesen. Auch er plädiert für eine Anhebung der Schuldengrenze, aber vor allem auch für eine konjunkturelle Flexibilisierung und eine Orientierung auf Investitionen. Das wäre im Sinn von De Grauwe: «Wir brauchen mehr Investitionen, und deshalb sollten bei der Defizitregel die laufenden Ausgaben von den Investitionen separat betrachtet werden.» Die alte Regel verlangte, dass Investitionen über Steuern finanziert werden statt

über Anleihen, obwohl der Nutzen in der Zukunft liege, kritisiert der LSE-Professor. Der Wirtschaftshistoriker Adam Tooze würde am liebsten ganz auf gemeinsame Kennziffern und Obergrenzen verzichten, denn die Länder hätten sich stark auseinanderentwickelt. Die Ursachen für die Divergenz gingen weit in die Achtzigerjahre zurück.

### Zwanzigstelregel unter Beschuss

Doch Ökonomen sind geradezu besessen von Grenzwerten, vor allem wenn es um Staatsschulden geht. Eine Zeit lang galt 90% des BIP als Faustregel, weil das US-Forschungspaar Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff das historische Muster gefunden hatte, dass ab diesem Niveau das Wirtschaftswachstum deutlich nachlässt. Auch wenn das Ergebnis durch einen Fehler im Excel-Blatt und eine fragwürdige Mittelwertbildung zustande gekommen war und die Autoren selbst die Bedeutung relativiert haben, hält sich die Zahl noch immer in den Köpfen. «Aber solche Grenzwerte sagen nichts darüber aus, ob die Schuldenlage nachhaltig ist», sagt De Grauwe. Wenn



die Zinsen so tief seien und die Investitionen produktive Assets kreierten, könne die Schuldenquote viel höher liegen. Während De Grauwe davon ausgeht, dass die Revision des SWP zu wenig weit geht, befürchtet Gros das Gegenteil – eine zu extreme Aufweichung. Denn er ist der Meinung, dass es derzeit gar keiner grossen Änderung bedarf, weil das Wirtschaftswachstum höher ist als vor der Pandemie. Dadurch sinke die Schuldenquote auch ohne hohe Primärüberschüsse im Staatshaushalt. Selbst Italien könnte bei nominellen Wachstumsraten von 4% oder mehr das Schuldenreduktionsziel gemäss der Zwanzigstelregel einhalten und die Schuldenquote deutlich senken, wenn das Defizit auf null gehalten würde. Klar dauere das zwar lange, sagt auch Gros – im Fall von Italien etwas mehr als zwanzig Jahre, bis die Quote auf 60% liege, aber mit jedem Jahr werde das Reduktionsziel niedriger. «Diese Proportionalität ist das Elegante an der Zwanzigstelregel», findet Gros.

Einwände, wonach Austerität das Wachstum abwürgt, kontert er: «Alle unsere Modelle zeigen, dass die Wachstumseinbußen nur temporär sind.» Das beste Beispiel aus der Praxis sei Portugal. 2013 lagen dort die Schuldenquote und das Wachstum auf dem Niveau Italiens. Aber dann hat Portugal das Primärdefizit über Jahre bei 1% gehalten, die Renditeaufschläge sind gesunken, und das Wachstum ist wieder angesprungen, wodurch die Schuldenquote zurückgegangen ist. Gros bedauert das drohende Aus der Zwanzigstelregel. Alle Länder südlich von Deutschland hätten Angst, das Defizit herunterzufahren, und suchten nach Möglichkeiten, den Pakt aufzuweichen. «Es werden wohl zudem auch spezielle Regeln für grüne Investitionen eingeführt werden», sagt Gros.

Mit welchem Resultat auch immer: Das Thema Fiskalregeln, Schuldenquoten und Investitionsbedarf wird im kommenden Jahr in der EU noch viel zu reden geben, auch wenn die Idee der Schuldenschnitt vom Tisch ist. ■

## «ENTSCHEIDEND WIRD SEIN, FLEXIBEL AUF SCHOCKS REAGIEREN ZU KÖNNEN»

MARKUS BRUNNERMEIER, WIRTSCHAFTSPROFESSOR AN DER UNIVERSITÄT PRINCETON IN REKORDZEIT HAT DIE WELTGEMEINSCHAFT IMPFSTOFFE GEGEN DAS CORONAVIRUS ENTWICKELT. NUN KOMMT ES DARAUFGAN, DASS WIR AUS DIESER ERFAHRUNG DIE RICHTIGE LEHRE ZIEHEN.

Um künftige Schocks wirksam abwehren zu können, muss man zunächst die Risiken richtig einstufen, wie Markus Brunnermeier, Wirtschaftspräsident an der Princeton-Universität in den USA, betont. Nicht jede ökonomische Krise müsse mit der geballten Kraft des Staates bekämpft werden.

**«BESSER WÄRE ES, ANSÄTZE ZU FINDEN, DIE DAS ZURÜCKFEDERN IM BLICKPUNKT HABEN.»**

**Herr Brunnermeier, welche Lehre ziehen Sie als Makroökonom aus dem Pandemieschock?**

Die wichtigste Lehre ist, dass wir uns mehr mit Schocks auseinandersetzen müssen und dass unsere Gesellschaften und Wirtschaftssysteme widerstandsfähiger werden müssen. Man sollte sich nicht der Illusion hingeben, dass wir alles abwehren können, sondern entscheidend wird sein, sich so aufzustellen, dass flexibel auf Schocks reagiert werden kann.

**Klare Regeln und Verbote also?**

Rigide Abwehrmassnahmen helfen wenig. Es braucht Puffer und genügend Mittel zur Gegenwehr, aber sie müssen so ausgerichtet sein, dass sie sich an die jeweilige Situation anpassen lassen.

**Wie lässt sich das umsetzen?**

Zunächst einmal ist es wichtig, die Risiken richtig einzuschätzen. Es gibt gewisse Schocks, von denen kann ich zurückfedern, wenn ich entsprechend flexibel und agil darauf reagiere. Und dann gibt es Risiken, bei denen es kein Zurück

mehr gibt. Letzteres passiert in drei Situationen: wenn ein Punkt ohne Wiederkehr überschritten ist, wenn es zu Rückkopplungseffekten kommt oder wenn Fallen drohen. Auf Risiken dieser Art sollte man besonders achten und genügend Reserven zur Abwehr aufbauen.

**Und die übrigen Gefahren?**  
Alle anderen Risiken, die vorübergehender Natur sind, weil man flexibel darauf reagieren kann, sollte eine Gesellschaft durchaus eingehen. Sie sind konstruktiv, weil dadurch das allgemeine Wachstum und der Wohlstand gesteigert werden können. Bisher wurde eine solche Unterscheidung nicht getroffen. Risiken werden generell nach Varianz, Value at Risk und anderen Formeln nur statisch gemessen. Besser wäre es, Ansätze zu finden, die das Zurückfedern im Blickpunkt haben: die Rückkehr auf den Mittelwert beispielsweise.

**Was bedeutet die Risikobetrachtung für die Finanzpolitik?**  
Schuldenfinanziertes Wachstum wird zum Problem, wenn die Schuldner in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Um zu vermeiden, dass das eine Kaskade von weiteren Ausfällen auslöst, die das gesamte System gefährden, benötigt es ein funktionierendes Konkursrecht mit Abwicklungsregeln. Dies fehlt vor allem auf internationaler Ebene – weshalb die enorme Verschuldung von Schwellenländern einer der nächsten Gefahrenherde ist. Da muss eine internationale Einigung über Schuldenrestrukturierungen gefunden werden, um das Risiko zu minimieren.

## MAASTRICHT-KRITERIEN

Wenn heute über die Maastricht-Kriterien gestritten wird, geht es meist um Richtgrössen zur Haushaltsstabilität, die die EU-Gründungsmitglieder einst festgelegt hatten. In der niederländischen Stadt Maastricht unterzeichneten im Februar 1992 die Staatschefs aus Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Irland, Dänemark, Spanien, Italien, Portugal, Griechenland und den Beneluxländern den Vertrag über die Europäische Union. Damit wurde die EU als übergeordneter Verbund für die Europäischen Gemeinschaften gegründet, mit einer gemeinsamen Aussen- und Sicherheitspolitik sowie mit polizeilicher und justizieller Zusammenarbeit.

Zentraler Bestandteil waren auch die Bestimmungen zur Schaffung einer gemeinsamen Währung. Dabei wurden Konvergenzkriterien festgelegt, die für die Aufnahme in die Währungsunion erfüllt sein müssen. Dazu zählte, dass das Defizit 3% und die Staatsverschuldung 60% des BIP nicht überschreiten sollte. Letzteres entsprach damals gerade etwa der mittleren Verschuldung der EU-Staaten. Diese Kriterien wurden später in den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) aufgenommen, der verhindern sollte, dass eine zu lockere Fiskalpolitik die Inflation anheizt und den finanziellen Handlungsspielraum der Euroländer einschränkt. In diesem Pakt wurden auch das Defizitverfahren und die Sanktionsmöglichkeiten im Falle von Verstössen geregelt.

Genützt hat er allerdings wenig. Deutschland hielt sich 2003 nicht dran, Griechenland lieferte mehrmals falsche Defizitzahlen ab. Die Euroschuldenskrise konnte nicht verhindert werden. 2011 wurde der Pakt geändert und das Monitoring verschärft: Statt des maximalen Defizits von 3% gilt seither ein mittelfristig strukturell ausgeglichener Haushalt als Ziel. Neu war auch die Zwanzigstelregel: Länder, deren Schuldenquote über 60% liegt, müssen jährlich ein Zwanzigstel der Differenz zwischen ihrer Schuldenstandquote und der 60%-Marke abbauen. Doch auch diese Änderung brachte keine nennenswerte Verbesserung der Schuldenlage.

Während der Pandemie schliesslich wurde die allgemeine Ausnahmeklausel des SWP aktiviert, wodurch die Maastricht-Schuldenkriterien ausgesetzt sind. Die Staaten können jetzt Schulden aufnehmen, ohne dass ein Defizitverfahren droht. Ab 2023 soll der Stabilitätspakt wieder gelten, aber wohl nicht in alter Form. Wie das komplizierte Regelwerk geändert werden soll, darüber wird in der EU nun debattiert. ■



BEI AP/ARND STRIENS

**Rigide Haushaltsregeln gibt es im Euro-Fiskalpak, der aber ausgesetzt ist und wohl angepasst wird. Deutschland pocht traditionell auf starre und strenge Schuldenregeln. Ein Fehler?**  
Generell muss Deutschland flexibler werden. Das Vollkasko-denken, das dort ausgeprägt ist, wird dem Land langfristig schaden. Man hängt an einer Scheinstabilität fest, die nicht für Krisenfälle geeignet ist. Der Fiskalpakt muss allerdings klar regeln, was erlaubt ist und was nicht. Sonst steigen die Schulden. Es braucht einen Rahmen von Regeln, die konditioniert ausgelegt sind, sodass die Staaten reagieren können. Wichtig ist auch, im Aufschwung Schulden zu reduzieren und Puffer aufzubauen gegen künftige Schocks.

**Wie reaktionsfähig sind die Notenbanken?**

Die Geldpolitik muss sich rechtzeitig wieder an den normalen Pfad herantasten. Das ist zuletzt nicht geschehen. Die Exitstrategie wird nun schwierig werden, besonders im Umfeld einer hohen Inflation, in dem die Zinsen – und im Euroraum die Kreditaufschläge – schnell steigen können.

**Covid hat wirtschaftspolitisch eine Wende zu mehr Staat auf Kosten des Marktes ausgelöst. Ist das die richtige Konsequenz?**  
Man sollte eine dritte Dimension mehr betonen: soziale Normen. Sie sind sehr wichtig, wie sich an der unterschiedlichen Akzeptanz von Masken zeigt. Aber leider braucht es lange Zeit, bis sie sich durchsetzen. Der Markt ist gut für Innovationen, und er eignet sich, um kleinere und mittlere Schocks abzufedern. Aber bei grossen Schocks wirkt der Markt destabilisierend. Dann muss die Regierung unterstützend eingreifen. Ist die Krise vorüber, muss sie sich zurückziehen.

INTERVIEW: ANDREAS NEINHAUS ■

Anzeige  
Ihr Partner für Historische Wertpapiere  
www.hiwepa.ch

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 32

- 18 China-Aktien in New York vor dem Aus
- 19 EZB kauft noch länger Anleihen
- 19 US-Inflation dürfte Tapering forcieren
- 21 Der Finanzsektor bekommt Zuwachs

## «Staatsschulden sind nicht per se schlecht»

Paul De Grauwe, LSE-Professor, plädiert für flexiblere EU-Fiskalregeln und Spielraum für Investitionen. Mit genug Wachstum sinke auch die Schuldenquote.

Regierungen und Zentralbanken haben in der Pandemie zu ausserordentlichen Massnahmen gegriffen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat das Anleihenkaufprogramm mehrmals aufgestockt, Brüssel hat einen Wiederaufbaufonds lanciert und den Stabilitäts- und Wachstumspakt ausgesetzt, der die Mitgliedstaaten zu Fiskaldisziplin anhalten soll. In der Folge ist die öffentliche Verschuldung der Euroländer nochmals stark gestiegen. Fast 100% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) machen die Staatsschulden insgesamt aus. In Italien liegt die Quote bei 156%, in Griechenland über 200%.

Bevor die Fiskalregeln 2023 wieder in Kraft treten, sollen sie gemäss der EU-Kommission überarbeitet werden. Denn angesichts der hohen Verschuldung wirkt der ursprüngliche Maastrichter Referenzwert einer Schuldenquote von 60% unrealistisch. Neben einer Anhebung der Schuldengrenze und einer Flexibilisierung der Schuldenabbauregel wurde auch die Idee eines Schuldenerlasses ins Spiel gebracht. FuW hat mit dem LSE-Professor Paul De Grauwe über mögliche und sinnvolle Reformen gesprochen. Der Belgier gilt als Experte für die europäische Gemeinschaftswährung und hatte schon lange vor der Krise vor den Problemen einer unvollendeten Währungsunion gewarnt.

*«Bei der Defizitregel sollten die Investitionen separat von den laufenden Ausgaben betrachtet werden.»*

**Herr De Grauwe, die EU-Kommission will die Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts anpassen. Was sollte Ihrer Meinung nach geändert werden?**

Das Wichtigste wäre, den Passus über den strukturell – also über den Konjunkturzyklus hinweg – ausgeglichenen Haushaltssaldo zu streichen. Denn er verlangt, dass alle Staatsausgaben, auch diejenigen für Investitionen, über Steuern finanziert werden statt über Anleihen.

**Was ist daran falsch?**

Es ist eine widersinnige Logik, denn mit dieser Regel muss man heute schon über Steuern berappen, was erst in der Zukunft einen Nutzen bringt. Aber wir brauchen dringend mehr Investitionen, um die Wirtschaft auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen. Deshalb sollte bei der Defizitregel die Investitionsrechnung separat von den laufenden Ausgaben betrachtet werden. Nur Letztere müssen über den Zyklus im Einklang mit den Einnahmen stehen.

**Für Investitionen gibt es ja bereits den 750 Mrd. € schweren Wiederaufbaufonds NextGenerationEU. Reicht das nicht?**

Nein. Der Wiederaufbaufonds ist wichtig und ein Erfolg für die EU. Das Programm läuft aber nur sieben Jahre und macht für die meisten Länder jährlich kaum mehr als 1% des BIP aus. Das ist nicht genug.

**Was halten Sie vom Vorschlag, den Grenzwert für die Staatsschuldenquote von 60 auf 100% des BIP zu erhöhen?**

Solche Grenzwerte sagen nichts darüber aus, ob die Schuldensituation nachhaltig ist. Wenn die Zinsen so niedrig sind wie heute und die Investitionen produktive Anlagen kreieren und der künftigen Generation nützen, dann gibt es keine Grenze für die Verschuldung. Es braucht keine Grenzwerte, sondern eine umfassendere Analyse der Schuldentragfähigkeit, und dabei muss man nicht nur die



Verbindlichkeiten anschauen, sondern auch die Vermögensseite.

**Als würde man die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens analysieren?**

Man muss abschätzen, ob aus den Investitionen produktive Assets entstehen und sie in der Zukunft Cashflow generieren. Wenn dieser erwartete Ertrag höher ist als der Zinsaufwand – was derzeit leicht möglich ist –, dann sind Schulden kein Problem. Wir müssen uns von der fixen Vorstellung lösen, dass Staatsschulden automatisch schlecht sind.

*«Solche Grenzwerte sagen nichts darüber aus, ob die Schuldensituation nachhaltig ist.»*

**Eine solche umfassende Tragbarkeitsanalyse erfordert enorm viel Know-how und Ressourcen.**

Es ist zugegebenermassen nicht einfach, aber auf jeden Fall besser als das aktuelle System, das nicht funktioniert hat. Natürlich braucht es ein Monitoring-System, aber das macht die EU-Kommission bereits beim Wiederaufbaufonds. Ein solcher Monitoring-Mechanismus ist auch auf nationaler Ebene möglich.

**Sie waren früher Mitglied einer Experten-gruppe, die Kommissionspräsident José Manuel Barroso in Wirtschaftsfragen beriet. Ist Ihre Meinung auch in der laufenden Revision des Stabilitätspakts gefragt?**

Nein, ich werde nicht mehr eingeladen. Beim letzten Mal war ich zu kritisch. So funktionieren die Prozesse auch in der EU: Es werden die Experten eingeladen, die die vorherrschende Meinung bestätigen.

**Was halten Sie von der Streichung zumindest eines Teils der Schulden, wie Anfang Jahr eine Gruppe von hundert Ökonomen und Politikern sie gefordert hat?**

Für die Forderung habe ich wenig Verständnis, sie ergibt auch keinen Sinn. Die Staatsschulden der EU-Länder sind zwar gestiegen, aber die Schuldenlast ist wegen der tiefen Zinsen gar nicht so hoch. Wenn eine solche Massnahme vor der Pandemie nicht nötig war, dann ist sie es heute auch nicht. Ein Schuldenschnitt hat in einer Insolvenzkrisen seine Berechtigung, aber in einer solchen befinden wir uns nicht. Und man darf auch nicht vergessen, dass bei einem Schuldenerlass die Verluste einfach verschoben werden, zum Beispiel zu den Pensionskassen oder den Versicherungen.

**Aber wenn nur die EZB auf ihre Forderungen verzichtet und die Staatsanleihen stilllegt oder streicht, dann schadet das direkt niemandem.**

Die EZB könnte ohne weiteres die Staatsanleihen streichen, die sie im Rahmen der Anleihenkaufprogramme auf ihre Bilanz genommen hat, aber es würde sich für die Staaten nichts an der Situation ändern. Der Aufruf, die EZB solle die Schulden streichen, ergibt einfach keinen Sinn.

**Weshalb genau?**

Ökonomisch betrachtet passiert nichts Substanzielles, wenn die Staatsanleihen

### Zur Person

Paul De Grauwe (75) ist Volkswirtschaftsprofessor am Europa-Institut der London School of Economics and Political Science (LSE). Sein Forschungsschwerpunkt liegt auf internationalen Währungsfragen, Geldpolitik und Wechselkursbeziehungen. Er ist Autor mehrerer Bücher.

Das 1992 erstmals erschienene Lehrbuch «The Economics of Monetary Union», das die ökonomischen Kosten und Probleme für Länder einer Währungsunion aufzeigt, wurde in zehn Sprachen übersetzt. Lange vor der Euroschuldenkrise warnte der belgische Professor vor möglichen Problemen einer unvollendeten Währungsunion. Zur Bekämpfung der Eurokrise riet er der EZB, die Länder besser zu schützen.

De Grauwe macht sich stark für einen gemeinsamen EU-Haushalt sowie für flexiblere Defizitregeln, die höhere Investitionen ermöglichen. Neben seiner akademischen Karriere beriet er die EU-Kommission und war Mitglied des belgischen Senats und des Abgeordneten-hauses. Er erhielt von mehreren Universitäten die Ehrendoktorwürde, unter anderen auch von der HSG.

**«Ob die Schulden tragbar sind, hängt vom Zinsniveau und von der Qualität der Investitionen ab»: Der LSE-Wirtschaftsprofessor Paul De Grauwe auf einer Konferenz im Jahr 2015.**

BILD: HORACIO VILLALOBOS/GETTY IMAGES

im Besitz der Zentralbank vernichtet werden. Die Schuldenstreichung findet bereits in dem Moment statt, in dem die Zentralbank die Papiere erwirbt. Denn sobald sie auf der Bilanz der Notenbank sind, sind sie ökonomisch bereits nicht mehr

*«Der Vorschlag, die Schulden bei der EZB zu streichen, ergibt ökonomisch keinen Sinn.»*

existent, weil sie keine Last mehr für die Regierung darstellen. Sie zahlt Zinsen an die Zentralbank, die das Geld an die Regierung ausschüttet. Es ist irrelevant, zu welchem Preis diese Anleihen bei der Zen-

tralbank in den Büchern stehen. Der Vorschlag unterliegt der Illusion, man könne dieselben Schulden zwei Mal streichen.

**Entscheidend ist demnach nur, dass die EZB weiter Anleihen der Euroländer kauft?**

Die Frage ist, was bei der Fälligkeit der Papiere passiert. Wenn die EZB das Geld zurückwill, wird es für die Staaten schwierig. Aber das wird nicht so bald passieren. Viel eher kauft sie die gleiche Menge neuer Anleihen und hält so den Anleihenbestand auf ihrer Bilanz konstant. Dadurch sind die Schulden für die Staaten ökonomisch inexistent und keine Bürde mehr. Die zusätzlichen Schulden, die die Staaten während der Pandemie aufgenommen haben, bleiben im Besitz der Zentralbank.

*«Eine Währungsunion funktioniert langfristig nur mit einem gemeinsamen Haushalt.»*

**Sie halten hohe Staatsschuldenquoten wegen der geringen Zinslast für unbedenklich. Die Staaten sind also auf niedrige Zinsen angewiesen. Das schränkt aber die Handlungsfähigkeit der EZB bei der Bekämpfung der Inflation extrem ein.**

So stark sind ihr die Hände nicht gebunden. Die Zinsen werden steigen, wenn das Wachstum und die Inflation genug stark sind. Das wird den Staaten nicht so wehtun. Der Schuldendienst nimmt nur für die neu emittierten Anleihen zu, aber der Grossteil der Schulden wurde zu Tiefstzinsen in der Pandemie aufgenommen, und auf diesem Teil ist die Zinslast fixiert. Während das nominale BIP wächst, sinkt dadurch automatisch die Schuldenlast.

**Im Rahmen des Wiederaufbaufonds gibt die EU zum ersten Mal gemeinsam Anleihen. Wie weit ist es noch zu einer vollständigen Fiskalunion?**

Es ist ein kleiner Schritt in die richtige Richtung. Eine Währungsunion funktioniert langfristig nur mit einem gemeinsamen Haushalt.

**Und was ist mit dem Brexit, hat er die EU gestärkt oder geschwächt?**

Auf der Handelsseite gibt es nur Verlierer. Aber für die EU ist der Austritt Grossbritanniens in der Summe positiv. Denn mit Grossbritannien hat sie ein Mitglied verloren, das nur beigetreten war, um von innen zu verhindern, dass die EU zu stark wird. Ohne die britische Opposition kann die EU ihre Politik nun einfacher umsetzen. Ich denke, so etwas wie der Wiederaufbaufonds wäre mit Grossbritannien nicht möglich gewesen.

INTERVIEW: PETER ROHNER

Anzeige

SWISS  ROCK

INVESTIEREN SIE,  
WO DANK DER BONITÄT EINE  
ZUSATZRENDITE ENTSTEHT.

Wissenschaftlich fundierte Anlagekompetenz über 6000 Aktien und 21000 Obligationen.  
100% Schweiz. 100% Kundenorientiert. 100% Co-Investing. [www.swiss-rock.ch](http://www.swiss-rock.ch)