



# 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)