



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 18/01/2019

# Der langsame Tod des Stabilitätspakts

von THOMAS MAYER

## Zusammenfassung

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat sein Ziel, „solide öffentliche Finanzen ...(in der EWU)... zu garantieren“, nicht erreicht. Wo aber die Fiskalpolitik die Zentralbank dominiert und Geld zum Finanzierungsinstrument von Staaten (also zu „Staatsgeld“) wird, leidet in der Regel die Geldwertstabilität. Deutsche Sparer müssen deshalb ihr Anlageverhalten ändern: Weg von der Anlage in nominale Werte (Geld und Anleihen) und hin zur Anlage in reale Werte (insbesondere Aktien).

## Abstract

The Stability and Growth Pact has not achieved its objective of "guaranteeing sound public finances" in EMU. However, where fiscal policy dominates monetary policy and money is used as a financing instrument by governments, price stability generally suffers. German savers must therefore change their investment behaviour: Away from investment in nominal values (money and bonds) and towards investment in real values (notably equities).



*Hinter dem Stabilitäts- und Wachstumspakt stand die Überlegung, dass überschuldete Staaten früher oder später die Zentralbank zur monetären Finanzierung ihrer Schulden zwingen werden.*

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) wurde 1997 geschlossen, „um solide öffentliche Finanzen - eine wichtige Voraussetzung für das korrekte Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) - zu garantieren“. Dahinter stand die Überlegung, dass überschuldete Staaten früher oder später die Zentralbank zur monetären Finanzierung ihrer Schulden zwingen werden. Insbesondere Deutschland machte mit der sogenannten „fiskalischen Dominanz der Zentralbank“ sehr schlechte Erfahrungen. Die Hyperinflation von 1923, die durch die monetäre Finanzierung von Staatsausgaben ausgelöst wurde, ist bis heute als nationales Trauma im gemeinsamen Gedächtnis der Deutschen fest verankert. Auch andere EWU-Völker haben ähnliche Erfahrungen mit der fiskalischen Dominanz der Zentralbank gemacht, erinnern diese aber aufgrund der geringeren Dimension im Allgemeinen weniger schmerzlich als die Deutschen. Da der SWP auf deutschen Druck beschlossen wurde, wird er oft als ungerechtfertigte, von Deutschland oktroyierte Beschränkung des Handelsspielraums der Fiskalpolitik gesehen.

*Im Dezember 2011 wurde ein neues Regelwerk in Kraft gesetzt, in dem die Bestimmungen des Pakts an mehreren Stellen geändert und verschärft wurden.*

Ursprünglich sollte der Pakt die Einhaltung der fiskalpolitischen Konvergenzkriterien (Staatsdefizit von nicht mehr als 3 Prozent des BIP und Staatsschuld nicht mehr als 60 Prozent des BIP) auch nach dem EWU-Beitritt eines Landes garantieren. Im Jahr 2005 wurde ein strukturell ausgeglichener Haushalt verlangt – allerdings ohne wirksame Sanktionierung bei Missachtung der Regeln. Schließlich wurde im Dezember 2011 ein neues Regelwerk in Kraft gesetzt, in dem die Bestimmungen des Pakts an mehreren Stellen geändert und verschärft wurden. Anstatt des bisher starken Fokus auf ein maximales Defizit von 3 Prozent des BIP, wurde das mittelfristige Ziel eines im Grundsatz strukturell ausgeglichenen Haushalts in den Vordergrund gestellt und seine Einhaltung mit Sanktionen versehen. Unter anderem wurde (n)

- ein kontinuierlicher Abbau der Staatschuldenquote auf 60 % des BIP vorgeschrieben. EU-Länder mit einer höheren Schuldenquote sollten jährlich ein Zwanzigstel der Differenz zwischen ihrer Schuldenquote und der 60 %-Grenze abbauen.
- ein (theoretisch) weitgehend automatisiertes und abgestuftes Sanktionsverfahren eingeführt, das sowohl für die Rückführung des Defizits als auch der Schuldenquote gelten soll. Ein von der Kommission empfohlener Sanktionsbeschluss gilt als angenommen, wenn dieser nicht mit qualifizierter Mehrheit im Rat (in Zusammensetzung der Eurozone) widerrufen wird.



- Mindeststandards für nationale Haushaltsregeln eingeführt, um Transparenz und Vergleichbarkeit zu gewährleisten.
- Sanktionen gegen Betrug und Täuschung beim Erstellen von Statistiken in Bezug auf Defizite und Schulden beschlossen. Die Unabhängigkeit und die Standardisierung der Datenerfassung sollte gestärkt und von der europäischen Statistikbehörde strenger überwacht werden. Verfälschte Statistiken werden mit Geldstrafen geahndet.

*Durch das neue Regelwerk sollte die Effektivität des Paktes zur Schaffung höherer Disziplin in der Fiskalpolitik gestärkt werden. Doch das Gegenteil ist eingetreten.*

Durch das neue Regelwerk sollte die Effektivität des Paktes zur Schaffung höherer Disziplin in der Fiskalpolitik gestärkt werden. Doch das Gegenteil ist eingetreten. Viele Politiker in Europa ignorieren das kompliziertere Regelwerk oder nutzen es zur Rechtfertigung einer fortgesetzten Verfehlung der ursprünglichen Ziele für Defizit- und Schuldenquote.

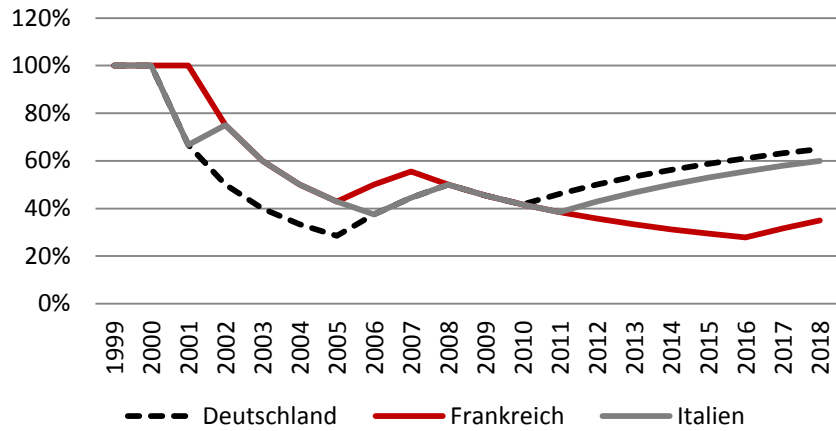
#### **Sinkende Effektivität des Pakts**

Zur Messung der Effektivität des Pakts habe ich für die drei großen EWU-Länder Deutschland, Frankreich und Italien die Jahre, in denen die ursprünglich vereinbarten Quoten für Budgetdefizit und Staatsschuld nicht eingehalten wurden, zu den jeweils betrachteten Zeiträumen in Beziehung gesetzt (Grafiken 1-2). In den ersten beiden Jahren der Währungsunion (1999-2000) lag das Budgetdefizit des Staates in allen drei Ländern unter drei Prozent des BIP, die Erfolgsquote also bei 100 %. Aber schon im Jahr 2001 stiegen die Defizite in Deutschland und Italien auf mehr als drei Prozent des BIP und die Erfolgsquote sank auf 67 % (d.h., in zwei von drei Jahren war die Defizitquote unter drei Prozent). Von da an ging es bergab und die Erfolgsquote sank in allen drei Ländern auf 42 % im Jahr 2010. Im Konjunkturaufschwung nach der Finanz- und Eurokrise verliefen die Erfolgsquoten in den drei Ländern unterschiedlich. In Deutschland und Italien stiegen die Erfolgsquoten wieder auf 60 % und mehr im Jahr 2018 an, während die Quote in Frankreich weiter bis auf 35 % abrutschte.

*Die Erfolgsquoten bei der Einhaltung des Defizitkriteriums sanken von anfangs 100 % auf bis zu 35 %.*

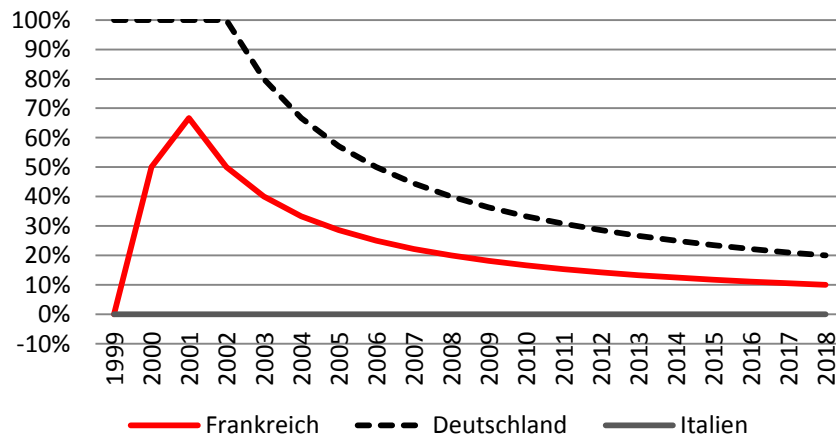


### 1. Erfolgsquote Defizitkriterium



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute

### 2. Erfolgsquote Schuldenkriterium



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute

*Noch weniger Erfolg war den drei Regierungen bei der Einhaltung der Schuldenquote beschieden.*

Noch weniger Erfolg war den drei Regierungen bei der Einhaltung der Schuldenquote beschieden (Grafik 2). Nur Deutschland hielt die Schuldenquote im ersten Jahr der Währungsunion unter 60 % des BIP. Frankreich gelang es in der Hochkonjunktur um die Jahrtausendwende die Schuldenquote in den Jahren 2000-01 unter 60 % und die Erfolgsquote kurzfristig nach oben zu drücken. Danach stieg die Schuldenquote jedoch stetig an und die Erfolgsquote sank mit zunehmendem Alter der EWU ab. Italien trat mit einer Staatsschuldenquote von 111 % des BIP in die Währungsunion ein, drückte die Quote dann bis auf 99,8 % im Jahr 2007, bevor sie im Trend wieder anstieg. Die Erfolgsquote für das Schuldenkriterium lag in Italien konstant bei 0%. In Deutschland stieg die Schuldenquote von unter 60 % im Jahr 1999 bis auf mehr als 80 % im Jahr 2010, ging dann aber im weiteren Verlauf wieder in Richtung 60 % zurück. Dennoch sank auch die Erfolgsquote Deutschlands stetig.

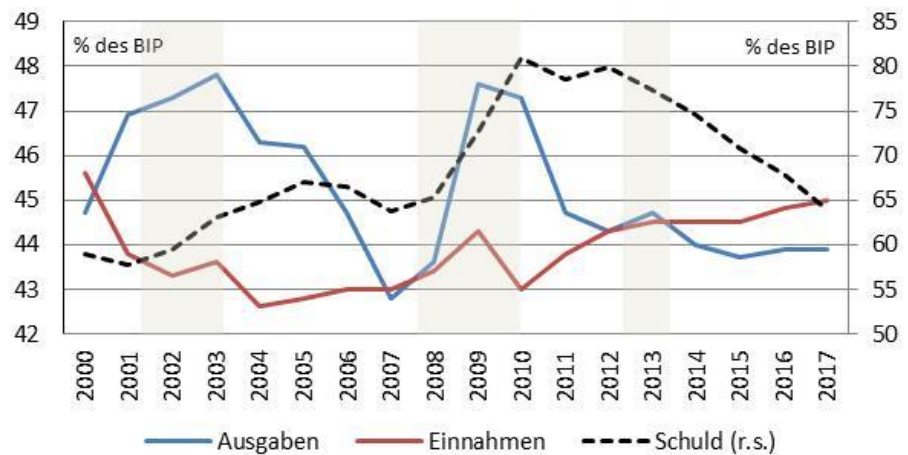


*Statt als Pakt mit Biss erwies sich der SWP als Pakt mit Gebiss, dass immer dann herausgenommen werden konnte, wenn zugebissen werden sollte.*

Da im SWP für Überschreitungen von Defizit- und Schuldenquoten Sanktionen vorgesehen sind und die Erfolgsquote insbesondere bei der für die Stabilität der Währung besonders wichtigen Schuldenquote erschreckend niedrig ist, hätte man viele Strafzahlungen vermuten können. Tatsächlich wurde in der Geschichte des Stabilitätspakts bisher noch keine Strafe verhängt. Statt als Pakt mit Biss erwies sich der SWP als Pakt mit Gebiss, das immer dann herausgenommen werden konnte, wenn zugebissen werden sollte. Sogar die gezielten Zuwiderhandlungen gegen den Pakt bei den Budgetplanungen Frankreichs und Italiens für das Jahr 2019 werden sehr wahrscheinlich zu keinen Strafen führen.

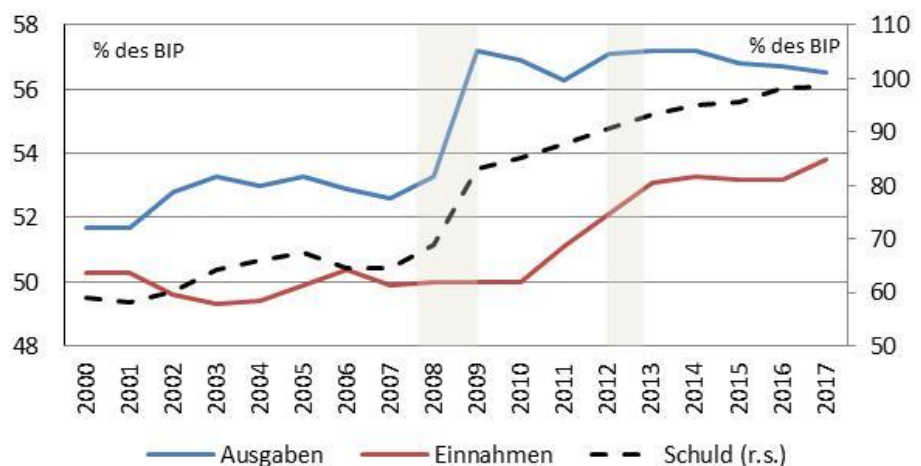
*Sogar die gezielten Zuwiderhandlungen gegen den Pakt bei den Budgetplanungen Frankreichs und Italiens für das Jahr 2019 werden sehr wahrscheinlich zu keinen Strafen führen.*

### 3. Deutschland: Staatshaushalt



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute

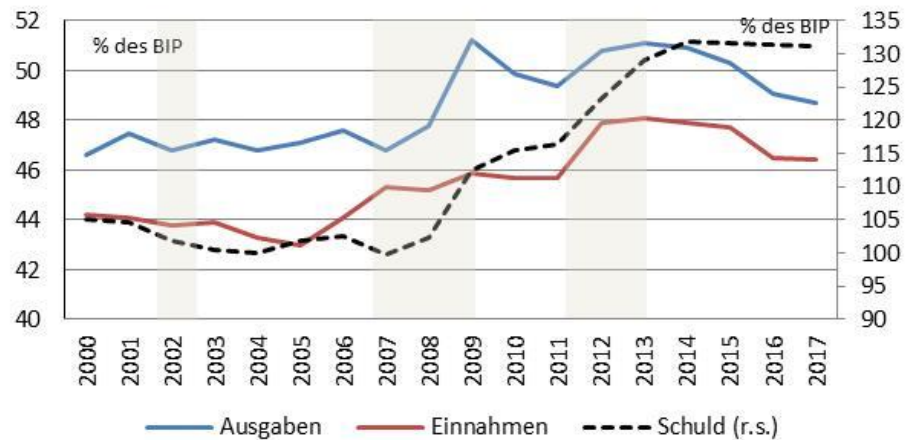
### 4. Frankreich: Staatshaushalt



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute



## 5. Italien: Staatshaushalt



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute

### Fiskalpolitik im Rückblick

Die Grafiken 3-5 zeigen die Entwicklungen der Ausgaben und Einnahmen sowie Schulden der drei größten EWU-Staaten seit Beginn der Jahrtausendwende. Die deutsche Wirtschaft durchlief drei Rezessionen (definiert als Schrumpfung des vierteljährlichen, realen BIP gegenüber dem Vorjahr) in dieser Zeit (2002-03, 2008-09 und 2013). In den ersten beiden Rezessionen stiegen die Staatsausgaben relativ zum BIP stark an, fielen danach aber wieder zurück. Die Einnahmenquoten zeigten kein einheitliches Bild, stiegen aber nach 2004 während der Regierungszeit Angela Merkels im Trend an. Die Staatsschuldenquote sprang 2008-09 aufgrund der (nur zum Teil budgetwirksamen) Ausgaben für die Rettung von Banken hoch, kam dann aber bis 2017 wieder in die Nähe der 60 %-Marke zurück. Im Verlauf des gesamten Zeitraums erwiesen sich Einnahmen, Ausgaben und Schulden relativ zum BIP als einigermaßen stabil.

*Mit Ausnahme Deutschlands haben die großen Länder der EWU ihre Staatsverschuldung seit Eintritt in die Währungsunion in einem erschreckenden Ausmaß erhöht.*

Im Gegensatz zu Deutschland stiegen in Frankreich Staatsausgaben und Verschuldung im betrachteten Zeitraum im Trend erheblich an. Die Einnahmenquote blieb bis 2010 stabil, stieg danach jedoch im Zuge der Bekämpfung hoher Budgetdefizite. Dies konnte einen Anstieg der Staatsschuldenquote von 64,5 % im Jahr 2007 auf 98,5% im Jahr 2017 nicht verhindern. In Italien stieg die Ausgabenquote insbesondere in der Rezession von 2007-09 steil an und konnte erst nach der Rezession von 2011-13 wieder zurückgeführt werden. Die Schuldenquote stieg von 99,8 % im Jahr 2007 auf 131,8 Prozent im Jahr 2014 und konnte danach nicht wieder abgebaut werden, da die Einnahmequote parallel zur Ausgabenquote nach 2013 sank. Insgesamt lässt sich aus dieser



Betrachtung schließen, dass die Fiskalpolitik in Deutschland, von einer robusten Wirtschaft begünstigt, relativ diszipliniert war, in Italien vor allem unter der anhaltenden Schwäche der Wirtschaft litt und in Frankreich wenig Disziplin zeigte. Mit Ausnahme Deutschlands haben die großen Länder der EWU ihre Staatsverschuldung seit Eintritt in die Währungsunion in einem erschreckenden Ausmaß erhöht.

### **Fiskalpolitik in der nächsten Rezession**

*Die Warnzeichen für einen konjunkturellen Abschwung sind gegenwärtig unübersehbar und eine Rezession wird in diesem Jahr immer wahrscheinlicher.*

Die Warnzeichen für einen konjunkturellen Abschwung sind gegenwärtig unübersehbar und eine Rezession wird in diesem Jahr immer wahrscheinlicher. In der nächsten Rezession dürften sich nicht nur die Verstöße gegen den Pakt wiederholen und eine Rückkehr zum Schuldenkriterium unmöglich machen, sondern die Divergenz in der Fiskalpolitik der drei großen Länder wird auch stärker werden. Sollte die Wirtschaft der Eurozone im Jahr 2019 in die Rezession fallen, dürfte die Verschuldung in Frankreich und Italien weiter deutlich steigen.

*In der nächsten Rezession dürften sich nicht nur die Verstöße gegen den Pakt wiederholen und eine Rückkehr zum Schuldenkriterium unmöglich machen, sondern die Divergenz in der Fiskalpolitik der drei großen Länder wird auch stärker werden.*

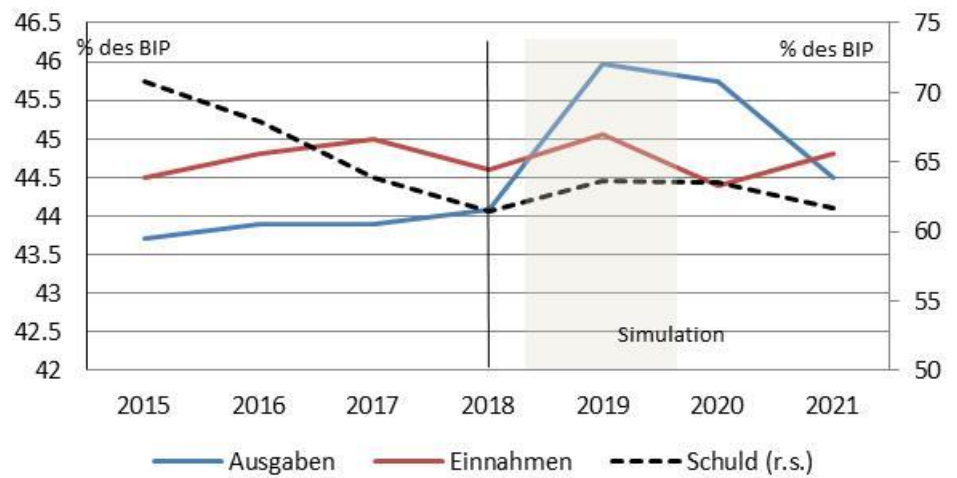
Für die Simulationsrechnungen habe ich angenommen, dass die Rezession in 2019 die Hälfte der Stärke der Rezession von 2009 haben wird und die Reaktion der Fiskalpolitik entsprechend milder ausfallen wird. Für Frankreich habe ich die budgetären Auswirkungen der nach den Massenprotesten im Dezember 2018 beschlossenen Maßnahmen berücksichtigt. Die Ergebnisse der Simulationsrechnungen sind in den Grafiken 6-8 dargestellt.

Unter den beschriebenen Annahmen dürfte sich die Divergenz der fiskalischen Entwicklung unter den drei großen Euroländern weiter erhöhen. Während in Deutschland nach einem vorübergehenden Anstieg der Ausgaben- und Schuldenquoten ein Rückgang auf die Stände vor der Rezession zu erwarten ist, dürften sich Ausgaben- und Schuldenquoten in Frankreich und Italien weiter erhöhen. In Italien würde die Schuldenquote um rund 13 Prozentpunkte auf 144 % des BIP im Jahr 2021 steigen, in Frankreich würde der Anstieg rund 10 Prozentpunkte auf 109 % des BIP betragen.



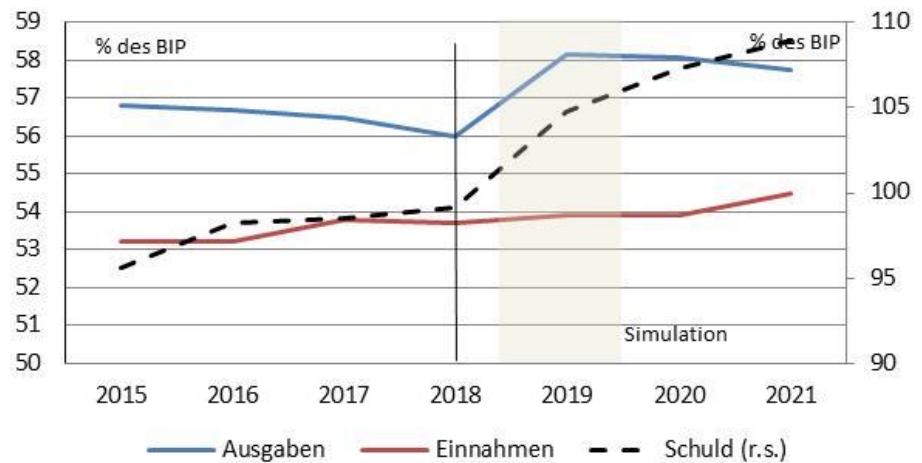


## 6. Deutschland: Staatshaushalt



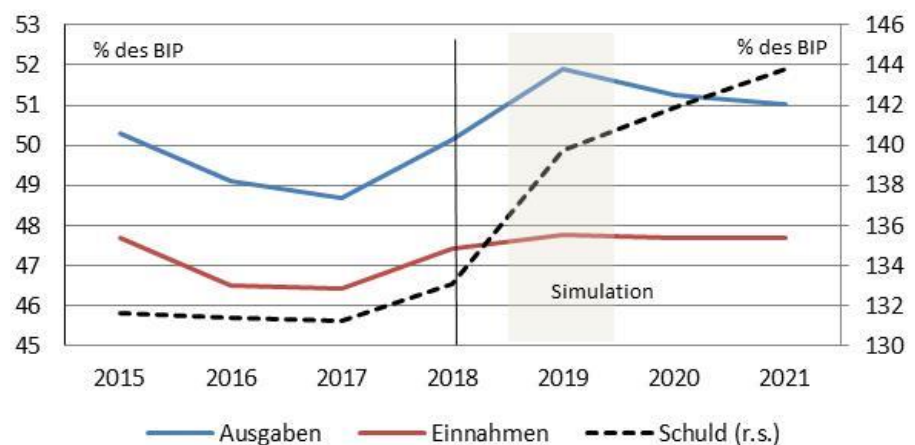
Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute

## 7. Frankreich: Staatshaushalt



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute

## 8. Italien: Staatshaushalt



Quelle: Eurostat und Flossbach von Storch Research Institute





## Fazit

*Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat sein Ziel, „solide öffentliche Finanzen ... (in der EWU) ... zu garantieren“, nicht erreicht.*

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat sein Ziel, „solide öffentliche Finanzen ... (in der EWU) ... zu garantieren“, nicht erreicht. Mit Ausnahme Deutschlands sind in den großen Ländern der Währungsunion die Staatsschuldenquoten mit jeder Rezession weiter angestiegen und haben Niveaus erreicht, die ein „korrektes Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion“ unmöglich machen. Die jüngsten politischen Entwicklungen in Frankreich und Italien lassen nicht erwarten, dass die im Stabilitätspakt angemahnte fiskalpolitische Disziplin in Zukunft eingehalten wird. Da die während der letzten Eurokrise eingerichteten Rettungsfonds für die großen Euroländer zu gering dimensioniert sind, kann die EWU folglich nur weiterbestehen, wenn die Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz für die hochverschuldeten Staaten zur Verfügung steht. Wo aber die Fiskalpolitik die Zentralbank dominiert und Geld zum Finanzierungsinstrument von Staaten (also zu „Staatsgeld“) wird, leidet in der Regel die Geldwertstabilität.

*Sparer müssen ihr Anlageverhalten ändern: Weg von der Anlage in nominale Werte (Geld und Anleihen) und hin zur Anlage in reale Werte. Da für die meisten Sparer die Anlage in Immobilien mit dem Erwerb von Klumpenrisiken verbunden ist, sollten sie Aktien bevorzugen.*

Aus deutscher Sicht ergeben sich aus dem Scheitern des auf deutschen Druck aus guten Gründen eingeführten Stabilitätspakts drei Handlungsmöglichkeiten: (1) Rückbau des Euro vom „Staatsgeld“ zum ursprünglich vereinbarten wertstabilen Mittel für Tausch und Wertaufbewahrung („Bürgergeld“), (2) Austritt aus der EWU, oder (3) Anpassung an das „Staatsgeldregime“. Da von der Politik (in einem geordneten Verfahren) weder (1) noch (2) zu erwarten sind, bleibt für den Einzelnen nur die Option (3). Das heißt, Sparer müssen ihr Anlageverhalten ändern: Weg von der Anlage in nominale Werte (Geld und Anleihen) und hin zur Anlage in reale Werte. Da für die meisten Sparer die Anlage in Immobilien mit dem Erwerb von Klumpenrisiken verbunden ist, sollten sie Aktien bevorzugen (und müssten ihre Furcht vor den mit Aktienlagen verbundenen Werteschwankungen überwinden).



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2019 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 18. Januar 2019