



## Fachkonferenz „Fiscal Policy Seminar“

- Vom 13. bis 14. Dezember 2018 fand im BMF in Berlin das erste Fiscal Policy Seminar zum Thema „Rethinking Market Discipline“ statt.
- Experten aus Wissenschaft, Zentralbanken und Ministerien aus 14 Ländern diskutierten über die Bedeutung funktionsfähiger und stabiler Finanzmärkte für eine solide Finanzpolitik.
- Bei der Veranstaltung wurde ein „Best Paper Award“ des BMF überreicht. Ausgezeichnet wurde eine Arbeit des Autorenkollektivs der Professoren Benjamin Born, Gernot J. Müller, Johannes Pfeifer sowie Susanne Wellmann.

### ■ Einleitung

Zum Thema „Rethinking Market Discipline“ kam vom 13. bis 14. Dezember 2018 eine hochkarätige Expertengruppe aus Wissenschaft, Zentralbanken und Ministerien im BMF zusammen, um die Bedeutung funktionsfähiger und stabiler Finanzmärkte für eine solide Finanzpolitik zu diskutieren. Im Fokus standen neben konkreten Fällen (z. B. der Analyse der Schuldenkrise in Puerto Rico) grundlegende Fragestellungen wie die Schaffung einer internationalen Insolvenzordnung für Staaten, Übertragungseffekte in Währungsunionen und institutionelle Fehlanreize. Insgesamt waren 54 Personen aus 14 Ländern der Einladung zu der Konferenz gefolgt. Der Veranstaltung vorausgegangen war ein offener Aufruf, Forschungsarbeiten einzureichen. Von den zahlreichen Einsendungen wählte ein unabhängiges wissenschaftliches Komitee unter der Leitung von Prof. Dr. Andreas Peichl (ifo Institut, Ludwig-Maximilians-Universität, München), unterstützt von Prof. Ronald B. Davies, Ph.D. (University College, Dublin), Dr. Essi Earola (VATT Institute for Economic Research, Helsinki) und Aitor Erce, Ph.D. (Europäischer Stabilitätsmechanismus, Luxemburg) die acht Vortragenden aus, deren Forschungsergebnisse im Rahmen des Fiscal Policy Seminars vorgestellt und gemeinsam diskutiert wurden.

### ■ Konferenzablauf

Der erste Konferenztag stand ganz im Zeichen von Diskussionen zu Insolvenzordnungen von Staaten. Prof. Robert Chirinko, Ph.D. (University of Illinois at Chicago) und seine Koautoren demonstrierten in ihrer Studie zur Staatsinsolvenz von Puerto Rico im Jahr 2017, dass die Erwartung eines staatlichen „Bail-outs“ die Zinsen auf puertoricanische Staatsanleihen lange Zeit niedrig hielt. Dies geschah entgegen schlechten makroökonomischen Fundamentaldaten. Erst durch die Signalwirkung der Insolvenz der Stadt Detroit im Jahr 2013 verzeichnete Puerto Rico einen deutlichen Zinsanstieg von 4 Prozentpunkten und konnte in der Folge seine Schulden nicht mehr bedienen. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass im Falle von Puerto Rico falsche Erwartungen an den Finanzmärkten bezüglich einer Rettung zu einer verzögerten Marktreaktion geführt haben. Dadurch wurde auch die Insolvenz verzögert. In der sich anschließenden Debatte wurden Möglichkeiten diskutiert, die Erwartungen an den Finanzmärkten hinsichtlich der Rettung von Mitgliedstaaten des Euroraums zu verringern. Dabei wurde insbesondere die Möglichkeit einer Abkehr der Europäischen Zentralbank (EZB) von dem Versprechen kontrovers diskutiert, als Retterin der letzten Instanz an den Finanzmärkten aufzutreten („Whatever it takes“).

Chuck Fang (Wharton Business School) und seine Koautoren untersuchten empirisch, wie Staatsanleihen beschaffen sein müssen, damit im Falle eines Zahlungsausfalls ein hoher Anteil an Investoren der Restrukturierung der Staatsschulden zustimmt. Die Autoren konnten anhand eines eigens erstellten Datensatzes zeigen, dass einzig **Collective Action Clauses (CACs)** mit „single limb aggregation“ effektiv gegen Trittbrettfahrerverhalten von Investoren wirken. Diese Ausgestaltung sieht vor, dass Investoren kollektiv für alle Bond-Emissionen über eine Restrukturierung abstimmen und eine qualifizierte Mehrheit zur für alle verbindlichen Beschlussfassung ausreicht. In der Diskussion zeigte sich ein breiter Konsens über die Vorzüge von CACs mit „single limb aggregation“.

#### **Bei Collective Action Clauses (CACs)**

handelt es sich um einen Passus in den Bedingungen von Staatsanleihen, der eine Änderungen einzelner Bedingungen, z. B. zur Rückzahlung, bei Zustimmung einer vorher festgelegten Quote der Anleihegläubiger erlaubt. Wird die Quote erreicht, so ist die abgestimmte Änderung für alle Gläubiger bindend. Solche Klauseln können insbesondere genutzt werden, um für Staatsanleihen eine Umschuldung bzw. Schuldenrestrukturierung zwischen den Gläubigern und dem Emittenten zu vereinbaren.

#### **Bei „single limb aggregation“**

stimmen alle Anleihegläubiger eines Schuldners nur insgesamt über eine Änderung ab. Es erfolgt keine zweite Abstimmung in den einzelnen Serien der Anleihen, wie es beispielsweise die bestehenden CACs des Euroraums vorsehen. Wird die Zustimmungquote erreicht, ist der Beschluss für die Gläubiger aller betroffenen Anleihen dieses Schuldners bindend.

Pablo Burriel, Ph.D. (Banco de España) und Koautoren zeigen anhand eines neukeynesianischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells für die Mitgliedstaaten der Währungsunion, dass die positiven Effekte einer Haushaltskonsolidierung steigen, wenn sich Risikoprämien auf Staatsanleihen an der Schuldentragfähigkeit orientieren. Staaten mit gefährdeter Tragfähigkeit und hohem Schuldenstand profitieren überproportional von sinkenden Risikoprämien nach Haushaltskonsolidierungen. Erfolgreiche Konsolidierungspolitiken erzeugen damit gerade in Hochschuldenländern des Euroraums positive Zinsminderungs- und Wachstumseffekte.

Prof. Dr. Friedrich Heinemann (Universität Heidelberg, ZEW) stellte in seinem Vortrag ein politökonomisches Modell vor, das die Diskrepanz zwischen dem wissenschaftlichen und dem politischen Interesse an Reformen zur Restrukturierung von Staatsschulden zu erklären hilft. Anhand der wichtigsten politischen Akteure (Europäische Kommission, Europäische Zentralbank, Europäisches Parlament, Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit hohen beziehungsweise niedrigen Schuldenständen) systematisiert er dabei die unterschiedlichen Haltungen zu Reformvorschlägen (Restrukturierung von Schulden, fiskalische Transfers) und zeigt, dass die Interessenlagen der Akteure sich entgegenstehen. Als möglichen Kompromiss sieht er politische Maßnahmen, die er als „hidden transfers“ bezeichnet, z. B. über die Kreditvergabe durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM mit Niedrigzinsen und langen Laufzeiten. Die Qualifizierung des öffentlich kommunizierten Handelns des ESM als „hidden transfers“ stieß in der Debatte in Teilen auf Ablehnung.

Am zweiten Tag befassten sich die Teilnehmerinnen und Teilnehmer mit dem Zusammenspiel von institutionellem Rahmen, Fiskalpolitik und Marktteilnehmern. Prof. Michael Weber, Ph.D. (University of Chicago) und seine Koautoren untersuchten den

Effekt von erwarteten Preissteigerungen auf das Konsumverhalten. Um diesen zu messen, werteten die Autoren eine Umfrage der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) zu Konsumentenerwartungen vor und nach der angekündigten Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland im Jahr 2007 aus. Es zeigte sich, dass durch die angekündigte Steuererhöhung die Inflationserwartungen stiegen und Haushalte in Erwartung der höheren Preise die Anschaffung von Gebrauchsgütern zeitlich vorzogen. Die Autoren sehen daher angekündigte Steuererhöhungen als potentielles Instrument einer „unconventional fiscal policy“ in Krisen. Da Haushalte in Krisen aber schärferen Budgetrestriktionen ausgesetzt sind (u. a. durch schlechteren Kreditzugang), wurde die Anwendbarkeit dieser Maßnahme in der anschließenden Debatte angezweifelt.

Nils Wehrhöfer (Universität Mannheim) und seine Koautoren untersuchten die Verteilungswirkungen von durch Fiskalregeln erzwungenen Haushaltskonsolidierungen in italienischen Kommunen. Diese erheben Aufschläge auf die Einkommensteuer. Nach der Einführung von verschuldungsbezogenen Fiskalregeln stiegen die Einkommensteuern auf mittlere und hohe Einkommen. Die kommunalen Ausgaben sanken nicht signifikant. Die Diskussion warf die Frage auf, inwiefern sich der empirische Befund aus italienischen Gemeinden verallgemeinern lässt und inwieweit sich für die Finanzpolitik Schlüsse ziehen lassen.

Ein Forscherteam um Prof. Dr. Roel Beetsma (Universität Amsterdam) präsentierte ein fiskalisches Transfersystem zwischen Ländern des Euroraums, das auf der sektoralen Gewichtung nationaler Exporte gründet. Bricht der Welthandel in einem Sektor ein, beziehen diejenigen Mitgliedstaaten

Transfers, die einen vergleichsweise hohen Anteil an Exporten im betroffenen Sektor aufweisen. Durch die Orientierung am Welthandel soll gewährleistet sein, dass Transfers nur im Falle exogener und asymmetrischer Wirtschaftsschocks gezahlt werden – sie also unabhängig von politischer Einflussnahme sind. Dies soll Fehlanreize für nationale Regierungen und Mitnahmeeffekte verringern. In der Diskussion wurde kritisch angemerkt, dass mit dem vorgeschlagenen Ansatz Risiken in exportorientierten Mitgliedstaaten abgesichert würden. Außerdem wurde kritisiert, dass ein solcher Versicherungsansatz letztlich ebenso falsche Anreize für die Wirtschaftspolitik in den Mitgliedstaaten setzen könnte, vor allem dadurch, dass dann zu wenig auf eine breit aufgestellte und diversifizierte Exportwirtschaft geachtet würde.

## ■ Verleihung des Best Paper Award

Der mit 5.000 € dotierte „Best Paper Award“ ging an die Arbeit „Market discipline: Sovereign spread shocks and macroeconomic performance“ von Prof. Dr. Benjamin Born, Prof. Dr. Gernot J. Müller, Prof. Dr. Johannes Pfeifer und Susanne Wellmann. Die Forschergruppe wies in ihrer Arbeit nach, dass Finanzmärkte einen disziplinierenden Einfluss auf das Regierungshandeln ausüben. In der Begründung der Preisverleihung durch das unabhängige wissenschaftliche Komitee würdigte Prof. Peichl das Papier als gelungene Analyse des Zusammenspiels zwischen Fiskalpolitik und Finanzmärkten. Torsten Arnsward, Leiter des Generalreferats für Finanzpolitik, gratulierte als Vertreter des BMF den Gewinnern und dankte abschließend allen Teilnehmern für ihren Beitrag zum Gelingen der Konferenz.



### **Best Paper Award**

#### **„Market discipline: Sovereign spread shocks and macroeconomic performance“**

Prof. Benjamin Born (Frankfurt School of Finance & Management), Prof. Gernot J. Müller (Universität Tübingen), Prof. Johannes Pfeifer (Universität zu Köln), Susanne Wellmann (Universität Tübingen)

#### **Kurzzusammenfassung:**

- Forschungsfragen: Wie wirkt sich eine Erhöhung der Risikoaufschläge bei Staatsanleihen auf das Wirtschaftswachstum aus? Hat diese Erhöhung der Risikoaufschläge eine disziplinierende Wirkung auf die Fiskalpolitik?
- Die Autoren nutzen in dieser empirischen Arbeit Länderdaten von 38 Industrie- und Schwellenländern. Der Datensatz geht bis in die frühen 90er Jahre zurück und umfasst Wirtschafts-, Fiskal- und sozioökonomische Daten.
- Die Ergebnisse zeigen, dass Finanzmärkte einen disziplinierenden Einfluss auf Regierungshandeln ausüben. Sie schaffen Anreize zur Haushaltskonsolidierung sowie zu einer nachhaltigen Haushaltspolitik.
- Ein Anstieg der Risikoaufschläge bei Staatsanleihen führt zu sinkenden Staatsausgaben und einem niedrigeren Wirtschaftswachstum. In Ländern mit hohen Schuldenständen kommt es zusätzlich zu einem bedeutenden Anstieg der Steuereinnahmen.
- Die Forschungsarbeit liefert unter Heranziehung großer Datensätze für viele Länder den eindeutigen empirischen Befund, dass über Finanzmärkte ein erheblicher disziplinierender Einfluss auf die Fiskalpolitik ausgeübt wird.

Link zur Präsentation: <http://www.bundesfinanzministerium.de/mb/20190141>



Eine Übersicht über alle Vorträge finden Sie in Tabelle 1. Viele der dort genannten Arbeitspapiere

sind auf den Webseiten der Autoren abrufbar, andere nicht, da einige Papiere erst finalisiert werden.

Vorträge beim Fiscal Policy Seminar 2018	Tabelle 1
What Went Wrong?: The Puerto Rican Debt Crisis and the “Treasury Put” Prof. Robert Chirinko, Ph.D. (University of Illinois), Ryan Chiu (University of Illinois) und Shaina Henderson (University of Illinois) Diskutantin: Prof. Dr. Anne-Laure Delatte (CEPII)	
Do Collective Action Clauses Work? Evidence from sovereign bond restructurings. Chuck Fang (Wharton Business School), Dr. Julian Schumacher (Europäische Zentralbank) und Prof. Dr. Christoph Trebesch (ifW Kiel) Diskutantin: Philippa Sigl-Glößner (BMF)	
<b>Session 2 – The Case of Sovereign Debt Default in a Monetary Union</b>	
Spillovers in a Monetary Union with Endogenous Fiscal Limits. Pablo Burriel, Ph.D. (Banco de España), Prof. Javier Andrés, Ph.D. (Universidad de Valencia) und Prof. Wenyi Shen, Ph.D. (Oklahoma State University) Diskutantin: Dr. Jana Kremer (Bundesbank)	
The Political Economy of Euro Area Sovereign Debt Restructuring. Prof. Dr. Friedrich Heinemann (ZEW und Universität Heidelberg) Diskutant: Mustafa Yeter (Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wissenschaftlicher Stab)	
<b>Session 3 – Fiscal Policy Effects on Consumption and Taxation</b>	
The Effect of Unconventional Fiscal Policy on Consumption Expenditure. Prof. Michael Weber, Ph.D. (University of Chicago), Prof. Francesco D’Acunto, Ph.D. und Dr. Daniel Hoang Diskutantin: Dr. Susanne Fricke (BMF)	
The incidence of fiscal rules: Evidence from Italian municipalities. Nils Wehrhöfer (Universität Mannheim), Matteo Alpino, Ph.D. (Banca d’Italia), Dr. Zareh Asatryan (ZEW Mannheim) und Sebastian Blesse (ZEW Mannheim) Diskutantin: Dr. Désirée Christofzik (Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wissenschaftlicher Stab)	
<b>Session 4 – Institutional and Market Solutions to Moral Hazard</b>	
Market discipline: Sovereign spread shocks and macroeconomic performance. Prof. Dr. Benjamin Born (Frankfurt School of Finance & Management), Prof. Dr. Gernot J. Müller (Universität Tübingen), Prof. Dr. Johannes Pfeifer (Universität Köln) und Susanne Wellmann (Universität Tübingen) Diskutant: Prof. Roberto Tamborini, Ph.D. (Università di Trento)	
Fiscal transfers without moral hazard? Prof. Dr. Roel Beetsma (Universität Amsterdam), Simone Cima (Central Bank of Ireland) und Jacopo Cimadomo, Ph.D. (Europäische Zentralbank) Diskutant: Aitor Erce, Ph.D. (European Stability Mechanism)	
Quelle: Bundesministerium der Finanzen	

## Ausblick

Das erste Fiscal Policy Seminar hat wichtige Impulse für die Arbeit im BMF gesetzt. Das Ziel der Veranstaltung, einen fruchtbaren Austausch von Experten aus der Finanzpolitik mit Forschern im Bereich Finanzwissenschaft zu innovativen Konzepten und Strategien zu etablieren, wurde erreicht.

Die Konferenz war durch eine rege Teilnahme sowie engagierte und offene Debatten geprägt. Durch vielfachen Zuspruch im Nachgang der Veranstaltung wurde auch der Mehrwert für die internationalen Teilnehmer deutlich. In diesem Jahr – voraussichtlich im Herbst 2019 – wird das BMF das nächste Fiscal Policy Seminar veranstalten.