

König, Jörg

**Research Report**

## Europas Schuldenproblem: Wie sich der gordische Knoten lösen lässt

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 164

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Marktwirtschaft / The Market Economy Foundation, Berlin

*Suggested Citation:* König, Jörg (2022) : Europas Schuldenproblem: Wie sich der gordische Knoten lösen lässt, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 164, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/262270>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# EUROPAS SCHULDENPROBLEM – WIE SICH DER GORDISCHE KNOTEN LÖSEN LÄSST

Argumente  
zu Marktwirtschaft  
und Politik

Nr. 164 | Juli 2022



# EUROPAS SCHULDENPROBLEM – WIE SICH DER GORDISCHE KNOTEN LÖSEN LÄSST

Jörg König

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, Nr. 164

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort 03

- 1 Worum es geht 04
- 2 Wie erklärt sich der Trend steigender Staatsverschuldung? 06
  - 2.1 Argumente für Staatsverschuldung 06
  - 2.2 Empirische Einordnung der traditionellen Schuldenargumente 06
  - 2.3 Polit-ökonomische Erklärungsansätze für Staatsverschuldung 09
- 3 Sind Europas Staatsschulden tragfähig? 10
  - 3.1 Bestimmungsgrößen der Schuldentragfähigkeit 10
  - 3.2 Einschätzung der Schuldentragfähigkeit ausgewählter Mitgliedstaaten 10
- 4 Institutionelle Rahmenbedingungen: Von Maastricht über die Finanz- und Schuldenkrise bis zur Corona-Pandemie 14
- 5 Der Wiederaufbaufonds der EU als Wegbereiter einer dauerhaften Schuldenunion? 18
  - 5.1 Entstehung und Ausgestaltung des Wiederaufbaufonds 18
  - 5.2 Kritik am Wiederaufbaufonds 19
    - 5.2.1 NGEU leistet keine Krisenhilfe, sondern klassische Umverteilungspolitik 19
    - 5.2.2 Die EU-Schulden unterliegen nicht den Fiskalregeln und verzerren die Schuldentragfähigkeit der Mitgliedstaaten 22
    - 5.2.3 Die Rückzahlung der EU-Schulden ist nicht gesichert und eine Gemeinschaftshaftung nicht ausgeschlossen 23
    - 5.2.4 Es droht eine Perpetuierung der EU-Verschuldungskompetenz 24
- 6 Die EZB zwischen erlaubter Geld- und unerlaubter Fiskalpolitik 25
- 7 Schlussfolgerungen – Wie kann der gordische Schuldenknoten in Europa gelöst werden? 31

Literatur 35

Executive Summary 36

© 2022

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)  
Charlottenstraße 60  
10117 Berlin  
Telefon: +49 (0)30 206057-0  
Telefax: +49 (0)30 206057-57  
info@stiftung-marktwirtschaft.de  
www.stiftung-marktwirtschaft.de

ISSN: 1612 – 7072  
Titelfoto: © pixhook – istockphoto.com



Die Publikation ist auch über den QR-Code  
kostenlos abrufbar.

## Vorwort

Die Schulden der Mitglieder der Europäischen Währungsunion wachsen. Und wachsen. Und wachsen. Stets will dabei keiner verantwortlich sein, sondern findet für sich eine einleuchtend klingende Erklärung (Lehman, Rezessionsgefahr, Corona, russischer Angriffskrieg). Immer wird beim Aufnehmen von Krediten von europäischen Zukunftsinvestitionen, Solidarität und Zusammenhalt gesprochen. Immer aber landet das billige Geld am Ende bei Nationalstaaten, die die Mittel im Regelfall für schnellen Konsum und zu selten für Zukunftsinvestitionen verwenden, während, besonders im Süden der Europäischen Union, politisch ihre Anstrengungen vor allem darauf gerichtet sind, sowohl Marktkorrektive (z.B. bei den Zinsaufschlägen) als auch Reformauflagen zu umgehen.

Mit den Schuldenbergen und den noch größeren versteckten Verbindlichkeiten sowie den inzwischen zur Routine gewordenen Verletzungen von Prinzipien, Vereinbarungen und Verträgen wachsen die Sorgen um die gemeinsame Währung. Wohin soll das Ganze eigentlich führen? Hat von den Verantwortlichen in EU-Kommission, Europäischer Zentralbank (EZB) und nationalen Hauptstädten, die sich oft als geschickte Jongleure situativer „Rettungen“ und Problemverschiebungen in die Zukunft erweisen, irgendjemand einen Plan für den Euroraum, der über die Beschaffung von frischem Geld und die Tagesdringlichkeiten des jeweils nächsten EU-Gipfels hinausreicht? Einen Plan, der echten europäischen Mehrwert, unter Umständen auch zu Lasten nationalstaatlicher Befugnisse, schafft?

Die Schuldenlast ist verheerend:

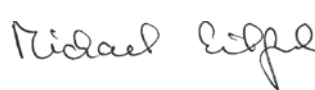
- „Rettungen“, neue Programme und „Fazilitäten“ haben die Konstruktionsfehler der Währungsunion eher verstärkt als beseitigt: Wenn Entscheidungen und Nutzen national sind, Finanzierung und Haftung aber immer supranationaler erfolgen, verkommt die Eurozone zum Selbstbedienungsladen.
- Es hat manchen Fortschritt beim Zusammenwachsen der Eurozone gegeben, aber insgesamt und vor allem bei der Entwicklung der Staatsverschuldung mehr Divergenz als Konvergenz.
- Die Europäische Kommission und die Zentralbank haben entgegen allen Zusicherungen eine intransparente Transferunion geschaffen, nennen diese aber nicht beim Namen. Nicht nur die Öffentlichkeit wird hinter die Fichte geführt, wie z.B. mit einem mit Corona begründeten „Wiederaufbauprogramm“, dessen Ausgaben nur zum kleineren Teil mit der Pandemie zu tun haben. Kommission, Regierungen und Notenbank belügen sich auch selbst: Von Annahmen über Wachstum und Schuldenabbau über Inflationsprognosen bis hin zu „nicht angerechneten, guten“ Schulden, von getürkten griechischen Daten über kreative französische Statistik und deutsche Schattenhaushalte zu neuen Wirtschaftszahlen aus Madrid, die vielen spanisch vorkommen.

- Regelverstöße werden nie sanktioniert, also faktisch belohnt und durch die entsprechenden Fehlanreize geradezu ermutigt.
- Die EU-Kommission agiert weniger als „Hüterin der Verträge“ und die EZB kaum im Sinne ihres Auftrags der Geldwertstabilität. Beide verstehen sich inzwischen offensichtlich in erster Linie als Staatsfinanzierer und Garanten des bequemen „Weiter so“. Beide sind wohl in Angststarre auf das schwerste der schwachen Glieder der Kette fokussiert, statt auf neue Stärke und Chancen.
- Statt eines soliden, auf wirtschaftlicher Stärke, Wettbewerb und Verlässlichkeit ruhenden Euros haben wir so eine potentielle Weichwährung bekommen, bei der mit der inneren Aushöhlung der Niedergang des Außenwerts zu korrespondieren scheint.
- Die Abwärtsdynamik wird dadurch unterstrichen, dass der Eintritt in die Eurozone allem Anschein nach nur noch für Staaten mit schwächerer Volkswirtschaft und großen EU-Subventionshoffnungen attraktiv ist.

Noch nie hat eine Währungsunion ohne staatliche Einheit und gemeinschaftliche Politik Bestand gehabt. Beim Euro sollte alles anders sein, versprach man vor 20 Jahren. Man würde gerne weiter an ihn und seine Vorteile glauben – aber was soll die Hoffnung erhalten, dass die Europäische Währungsunion nicht so endet wie ihr entfernter Vorläufer, die Lateinische Münzunion? Bei ihrer Gründung 1865 hatte man auf Sanktionen und Strafen bei Regelverstößen verzichtet. Es kam, wie es kommen musste, leider mit vielen Parallelen zur Entwicklung des Euro, ein griechischer Staatsbankrott eingeschlossen. Irgendwann hielt sich nur noch die Schweiz an die Regeln und ein italienischer Ökonom notierte 20 Jahre später: „Die Verbündeten halten ihre Allianz aufrecht einzig zu dem Zweck, Zeit zu gewinnen, dass einer auf den anderen, wenn möglich, die fatalen Konsequenzen des Bundes ablade“.

Es fehlt nicht viel für eine größere Eurokrise. Wie wäre es also damit, sich kurz vor Zwölf endlich ehrlich zu machen und auf nachhaltige Stabilität und Solidität des Euro, und damit auch auf Schuldenabbau, zu fokussieren? Einige Anregungen dazu sind der vorliegenden Schrift zu entnehmen.

Der informedia-Stiftung danken wir für die Förderung dieser Publikation.



Prof. Dr. Michael Eilfort  
Vorstand  
der Stiftung Marktwirtschaft



Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen  
Vorstand  
der Stiftung Marktwirtschaft

# 1 Worum es geht

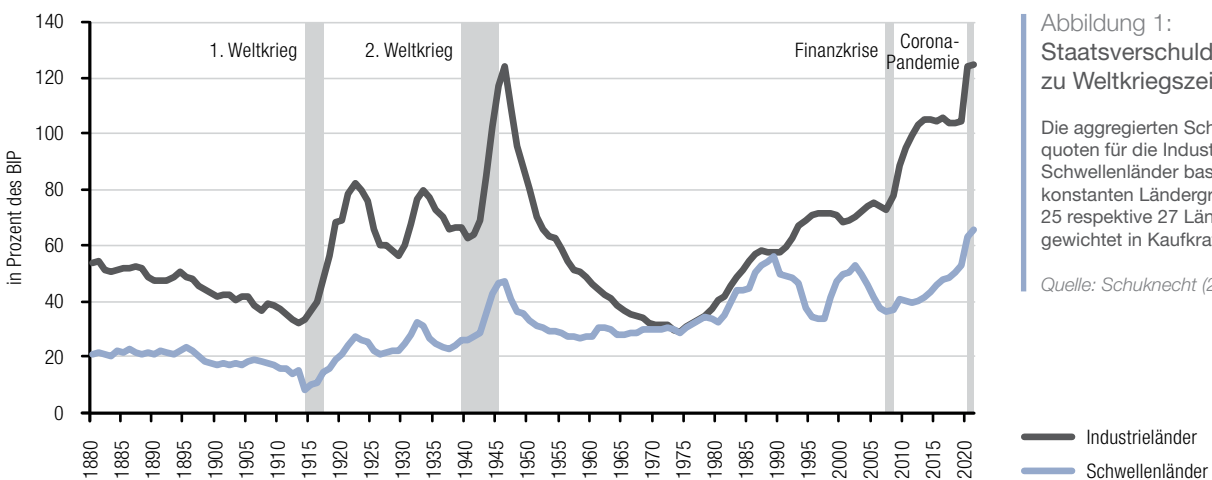
Europa steuert auf ein massives staatliches Schuldenproblem zu. In den meisten Industrie- und Schwellenländern der Welt sind die Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) so hoch wie nie. Seit den 1970er Jahren sind die Schulden vor allem in den Industriestaaten erheblich angestiegen, von durchschnittlich weniger als 30 Prozent des BIP auf mittlerweile mehr als 120 Prozent. Ein derart hohes Schuldenniveau wurde bislang nur über die Kumulation zweier Weltkriege erreicht (vgl. Abbildung 1).

Während früher hohe Schuldenquoten üblicherweise im zeitlichen Verlauf wieder abnahmen und sich die Staatshaushalte in wirtschaftlich guten Zeiten konsolidierten, klettert die staatliche Verschuldung seit mittlerweile 50 Jahren fast überall kontinuierlich nach oben. Die globale Finanzkrise und die Corona-Pandemie haben die Verschuldungsproblematik in den vergangenen Jahren nochmals drastisch verschärft. Allerdings haben die Staaten auch in den wirtschaftlichen Boomphasen in der Regel mehr Geld ausgegeben als eingenommen, was zu den Rekordschulden in vielen Teilen der Welt und besonders in Europa geführt hat. Unter den 13 höchstverschuldeten Industrie- und Schwellenländern der Welt kommen inzwischen neun Länder aus Europa. Nur das vor dem Kollaps stehende sozialistische Staatssystem Venezuelas sowie der chronisch notenbankfinanzierte Zentralstaat Japans haben höhere Schuldenquoten als die europäischen Staaten.<sup>1</sup>

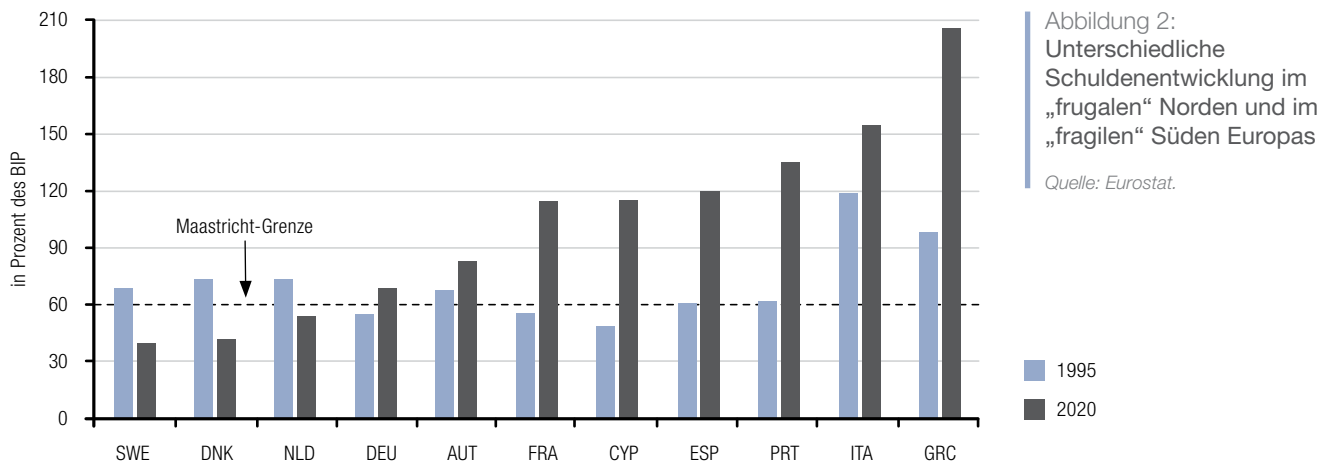
Dabei haben sich die Schulden innerhalb Europas – trotz einheitlicher Verschuldungsregeln – sehr unterschiedlich entwickelt. In den 1990er Jahren, als sich die Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) auf die sogenannten Maastricht-Kriterien und den Stabilitäts- und Wachstumspakt zur Begrenzung ihrer Haushaltsdefizite und der öffentlichen Verschuldung geeinigt hatten, waren die Schuldenquoten in der EU wesentlich homogener (vgl. Abbildung 2).

Zwar hatten einige Mitgliedstaaten wie Italien, Griechenland oder Belgien schon damals sehr hohe Schuldenquoten, jedoch konnten die inzwischen ebenfalls hoch verschuldeten Staaten Frankreich, Spanien, Portugal und Zypern die Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent anfänglich noch einhalten. Doch während seither die sogenannten „frugalen Vier“ (Schweden, Dänemark, Niederlande und Österreich) ihre Schuldenquoten seit 1995 größtenteils reduzieren konnten, haben Frankreich und die meisten der hinsichtlich ihrer Finanzlage zunehmend als „fragil“ einzuschätzenden Staaten Südeuropas ihre Schuldenquoten im gleichen Zeitraum mehr als verdoppelt.

Gegenwärtig haben sieben von 19 Mitgliedstaaten der Eurozone eine Staatsschuldenquote von weit mehr als 100 Prozent. In Italien übersteigen die Staatsschulden das BIP inzwischen um das Eineinhalbfache, in Griechenland sogar um das Zweifache.



<sup>1</sup> Vgl. Global Debt Database des Internationalen Währungsfonds: [https://www.imf.org/external/datamapper/GG\\_DEBT\\_GDP@GDD/SWE](https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/SWE).



Doch damit nicht genug: Mittlerweile nimmt auch die Europäische Kommission in großem Umfang Schulden für die Mitgliedstaaten auf, ohne jedoch ihre Rückzahlung gesichert zu haben. Im Rahmen ihres sogenannten Wiederaufbauprogramms „NextGenerationEU“ (NGEU), das zur Abfederung der ökonomischen Folgen der Corona-Pandemie gedacht war, wird die EU rund 800 Mrd. Euro an Krediten aufnehmen und an die Mitgliedstaaten weiterreichen. Dabei werden die NGEU-Mittel, die erst bis zum Jahr 2058 vollständig zurückgezahlt und nicht in den Schuldenbilanzen der Mitgliedstaaten auftauchen sollen, in einigen Mitgliedstaaten zweistellige BIP-Prozentpunkte ausmachen. Folglich wären die nationalen Schuldenberge bei korrekter Berechnung sogar noch größer.

Derweil mehren sich Forderungen nach weiteren europäischen Schulden und einer dauerhaften EU-Verschuldungseinrichtung, etwa für den Klimaschutz oder für die Kriegsfolgen in der Ukraine. Die europäischen Fiskalregeln werden erneut durch die Ausweichklausel ausgesetzt und sollen perspektivisch weiter aufgeweicht werden. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) tut sich sichtlich schwer damit, ihrem Mandat gerecht zu werden und fokussiert gegen Inflation vorzugehen, statt wie bisher den Euro-Staaten mit billigem Geld zu Hilfe zu eilen. Vor dem Hintergrund stei-

gender Preise und Zinsen und einer sich andeutenden globalen Rezession wachsen daher die Sorgen vor einer erneuten Staatsschuldenkrise in Europa. Dabei war die Krise nie wirklich überwunden und es nur eine Frage der Zeit, wann die Schuldenprobleme wieder deutlicher zutage treten. Dies umso mehr, als die meisten Betrachtungen der Staatsschuldenproblematik auf offiziellen Daten der betroffenen Länder bzw. Regierungen selbst beruhen. Diese Zahlen und Absichten aber sind durchaus zu hinterfragen und decken nur Teilaspekte ab. Die implizite Verschuldung, die insbesondere die Auswirkungen der demografischen Entwicklung berücksichtigt, übersteigt die explizite Verschuldung in vielen Mitgliedstaaten um ein Vielfaches.

Diese Entwicklung wirft grundlegende Fragen über die Beschaffenheit der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion auf: Wie erklärt sich der Trend steigender Staatsverschuldung? Wie ist es um die Tragfähigkeit der europäischen Staatsschulden bestellt? Welche besondere Verantwortung tragen dabei die europäischen Institutionen und die Mitgliedstaaten selbst? Wie wird die Wirtschafts- und Währungsunion zu der einst versprochenen Stabilitätsunion mit soliden Staatsfinanzen und wettbewerbsfähigen Volkswirtschaften? Diese Fragen werden in den nachfolgenden Kapiteln diskutiert.

## 2 Wie erklärt sich der Trend steigender Staatsverschuldung?

### 2.1 Argumente für Staatsverschuldung

Grundsätzlich sind Schulden ein wichtiges Instrument staatlicher Finanzpolitik. Traditionell werden folgende Argumente für Staatsverschuldung vorgebracht<sup>2</sup>:

1. Ein zeitweiser Anstieg der Verschuldung lässt sich beispielsweise mit dem Ziel der Steuerglättung rechtfertigen. Bei im Zeitverlauf stark schwankenden staatlichen Einnahmen oder Ausgaben würde eine ständige Anpassung der steuerlichen Finanzierung zu vergleichsweise stärkeren Verzerrungen führen als eine konstante Belastung über die Zeit. Budgetdefizite (und -überschüsse) dienen in einem solchen Umfeld als Puffer, der fiskalische Schwankungen ausgleicht. Mittels Staatsverschuldung kann die Politik somit Effizienzverluste vermeiden.
2. Insbesondere in einer akuten Krise lässt sich begründen, die Volkswirtschaft durch den gezielten Einsatz von Staatsschulden zu stützen, um einen größeren wirtschaftlichen Einbruch zu vermeiden. Anstatt Rettungsmaßnahmen kurzfristig über Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen zu finanzieren, werden die zusätzlichen Lasten über Kredite zeitlich gestreckt. Bei wirtschaftlicher Unterauslastung sollen staatliche Konjunkturpakete einen volkswirtschaftlichen Nachfrageeffekt erzielen („deficit spending“). Im Sinne einer antizyklischen Finanzpolitik wird zur Abfederung von Rezessionen mehr staatliches Geld ausgegeben als eingenommen, während im wirtschaftlichen Aufschwung der Staat über höhere Einnahmen oder geringere Ausgaben die Defizite wieder ausgleicht und Rücklagen für die nächste Krise bildet. Idealerweise wird dadurch eine Steuer- und Konjunkturglättung erreicht.
3. Neben der Überbrückungs- und Stabilisierungsfunktion wird traditionell auf die Lastenverschiebungsfunktion von Staatsschulden verwiesen. Dabei sollen nicht die aktuellen Steuerzahler die Gesamtkosten der Staatstätigkeit tragen, sondern die zukünftige Steuerzahlergeneration soll in dem Ausmaß an der Finanzierung beteiligt werden, wie sie Nutznießer der Maßnahme ist („Pay-as-you-use“-Prinzip). Solche Argumente der intergenerationalen

Gerechtigkeit werden insbesondere hinsichtlich der Nutzung staatlicher Infrastruktur angeführt. In diesem Kontext wird häufig argumentiert, dass Staatsschulden kommende Generationen nicht zwangsläufig belasten müssen. Voraussetzung hierfür sei, dass die zusätzlichen Staatsausgaben in langfristig rentable Investitionen fließen würden, die das Produktionspotential der Volkswirtschaft erhöhen und damit für kommende Generationen wohlfahrtssteigernd wirken. Diese Vorstellung gilt als „Goldene Regel“ der Staatsverschuldung.

4. Darüber hinaus wurde in den vergangenen Jahren besonders das tiefe Niedrigzinsumfeld als Argument für Staatsschulden angeführt. So hob unter anderem Blanchard (2019) hervor, dass Staatsschulden keine fiskalischen Kosten verursachen, solange die Refinanzierungszinsen des Staates niedriger sind als die Wachstumsraten des BIP. Der Staat könne dann gewisse Primärdefizite erzielen, ohne dass es zu einem Anstieg der Schuldenquote kommt. Die Schulden von heute seien unter diesen Umständen nicht die Steuern von morgen. Der Erfolg einer solchen Strategie hängt freilich von einer beständig negativen Zins-Wachstums-Differenz ab – „admittedly a big if“ wie Blanchard zugibt. Befürworter dieser These sprechen von einem „free lunch“, der ausgenutzt werden sollte und dem fiskalische Defizit- und Schuldenregeln nicht im Wege stehen dürften.<sup>3</sup>

### 2.2 Empirische Einordnung der traditionellen Schuldenargumente

Wie können die stark gestiegenen Staatsschuldenquoten der vergangenen 50 Jahre den traditionellen Schuldenargumenten zugeordnet werden? Der trendmäßige Anstieg der Verschuldung lässt sich mit konjunkturellen Phänomenen oder singulären Ereignissen nicht zufriedenstellend erklären. Zwar tragen Rezessionen erkennbar zur Erhöhung der Verschuldung bei. In wirtschaftlich normalen Zeiten fordert die traditionelle ökonomische Theorie aber den Budgetausgleich, womit ein dauerhaftes Schuldenwachstum nicht vorgesehen ist. Es ist offensichtlich, dass Finanzierungsdefizite nach Abklingen von Krisen mehrheitlich nicht wieder so zurückgeführt wurden, dass ein Haushaltsausgleich im Konjunkturverlauf erfolgte.

<sup>2</sup> Zu den traditionellen Begründungen der Staatsverschuldung siehe u.a. Holtfrerich et al. (2015).

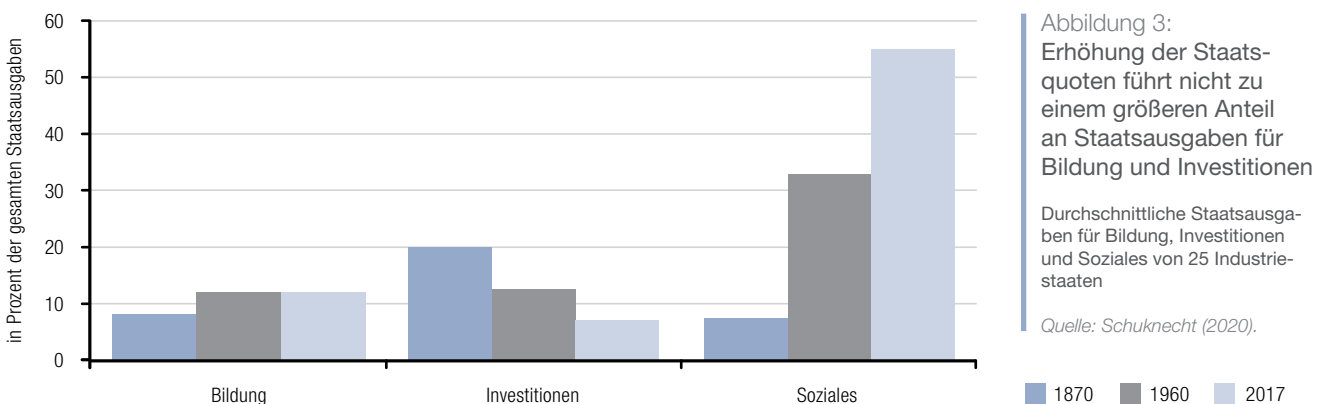
<sup>3</sup> Vgl. Hüther und Südekum (2020).

Vor allem in den 1970er Jahren wurde antizyklische Finanzpolitik häufig einseitig betrieben und eine permanente Konjunktursteuerung durch den Staat verfolgt. Als beispielhaft hierfür gilt die Phase der globalen Nachfragesteuerung in der Bundesrepublik Deutschland zwischen 1967 und 1982.<sup>4</sup> Mit der Devise „Konjunktur ist nicht unser Schicksal, sondern unser Wille“, wurde die Überzeugung, die Wirtschaft könne durch nachfragestimulierende Politik gesteuert werden, untermauert. Mittels kreditfinanzierter Konjunkturprogramme wurde erfolglos versucht, gleichzeitig Vollbeschäftigung, Geldwertstabilität, außenwirtschaftliches Gleichgewicht und angemessenes Wachstum zu garantieren. Innerhalb dieser Zeit verdreifachten sich die Sozialausgaben, vervierfachten sich die Schulden des Bundes und verzehnfachten sich die Zinslast sowie Arbeitslosenquote. Ein wesentlicher Fehlschluss bestand darin, tieferliegende strukturelle Probleme mit konjunkturpolitischen Maßnahmen angehen zu wollen.

Hinzu kommt, dass selbst in Krisenzeiten antizyklische Konjunkturmaßnahmen kaum effizient sind, wenn sie Mitnahmeeffekte generieren, private Investitionen verdrängen oder zu spät wirken. Verzögerte Wirkungen von Konjunkturmaßnahmen oder überdimensionierte Ausgabenprogramme können dazu führen, dass eine antizyklisch geplante Finanzpolitik prozyklisch wirkt. Bei hohem Auslastungsgrad der Wirtschaft kann dies eine Überhitzung der Wirtschaft zur Folge haben und es droht, vor allem in Kombination mit einer zu expansiv ausgerichteten Geldpolitik, eine außer Kontrolle laufende Inflation. Dies war vielerorts in den beiden Ölpreiskrisen der 1970er Jahre der Fall. Seit Ende 2021 muss zunehmend befürchtet werden, dass sich dieses Szenario in den USA und Europa wiederholt. Zum perfekten Timing antizyklischer Kon-

junkturmaßnahmen gehört daher auch, den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg nicht zu verpassen und der politischen Versuchung zu widerstehen, mit immer neuen Aktionen das Wirtschaftswachstum weiter anschieben zu wollen. Werden Krisenmaßnahmen zu weit gestreckt, entstehen Fehlanreize, die notwendige Anpassungsprozesse behindern und dazu führen, dass unproduktive Unternehmen zu lange im Markt verbleiben oder Arbeitnehmer zu lange vom Markt ferngehalten werden. Beides wirkt sich ungünstig auf das Wirtschaftswachstum und somit auf die Schuldenquote aus.

Die Annahme, dass Staatsschulden kommende Generationen nicht belasten müssen, wenn sie in produktivitätssteigernde Investitionen fließen, ist theoretisch gewiss nicht falsch. Empirisch betrachtet ist sie jedoch eher die Ausnahme. Ein Blick auf die Entwicklung der Ausgabenseite des Staates zeigt, dass der Anteil potenziell produktivitätssteigernder Staatsausgaben in den vergangenen Jahrzehnten im Durchschnitt eher abnahm und nicht zunahm (vgl. Abbildung 3). Staatliche Investitionen beanspruchen – trotz steigender Staatsverschuldung – einen immer geringeren Anteil an den Staatsausgaben. War vor 150 Jahren noch ein Fünftel des Staatsbudgets für Investitionen reserviert, sind es inzwischen deutlich weniger als zehn Prozent. Auch beim Humankapital ist die Lage nicht viel besser: Obwohl sie tendenziell wachstumsfördernd sind und in keiner Koalitionsvereinbarung und Sonntagsrede fehlen dürfen, stagnieren seit mehr als 50 Jahren die staatlichen Bildungsausgaben. Das ist insbesondere für ressourcenarme Staaten wie die europäischen unvorteilhaft. Zusammengenommen machen Bildungsausgaben und Investitionen in Industriestaaten derzeit weniger als 20 Prozent des Staatsbudgets aus.



4 Vgl. Kronberger Kreis (1983), Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft (1983) und Gaul (2009).



Den weitaus größten Anteil an den gesamtstaatlichen Ausgaben nehmen inzwischen die Sozialausgaben mit mehr als 50 Prozent ein. Vor 60 Jahren vereinnahmten sie nur rund ein Drittel des Staatsbudgets, vor 150 Jahren sogar weniger als zehn Prozent. Die in dieser Zeit erfolgte Vervierfachung der Staatsquote, also der Staatsausgaben in Relation zum BIP (von 11 Prozent im Jahr 1870 auf 44 Prozent im Jahr 2017), wurde demnach nahezu vollständig von der Ausdehnung des Sozialstaates absorbiert.<sup>5</sup>

In der Eurozone ist die Staatsquote gemäß Eurostat in den vergangenen Jahren, auch bedingt durch die Corona-Pandemie, nochmals deutlich angestiegen: von durchschnittlich 47 Prozent im Jahr 2017 auf rund 54 Prozent im Jahr 2020. Dabei entfallen rund 58 Prozent der Staatsausgaben auf die soziale Sicherung und das Gesundheitswesen. Die Hälfte dieser Ausgaben fließen in die Alterssicherung, die damit den größten Einzelposten darstellt. Besonders hoch sind die Ausgaben für die Alterssicherung in den hochverschuldeten Staaten Europas: Griechenland (knapp 16 Prozent), Italien (15 Prozent) und Frankreich (14 Prozent) haben im Jahr 2020 für die ältere Generation in Relation zum BIP weit über dem Durchschnitt der Eurozone (11,6 Prozent) ausgegeben, während etwa Deutschland (trotz „Rente mit 63“, „Mütterrente“ etc.) mit gut zehn Prozent oder etwa die Niederlande mit knapp sieben Prozent weitaus weniger staatliche Altersausgaben tätigten. Die relativ teuren Rentensysteme Südeuropas gehen zu Lasten der Staatskasse und sind damit zentral mitverantwortlich für die hohen fiskalischen Lasten.

Ein größeres staatliches Budget und mehr Staatsschulden führen demnach oftmals nicht, wie gern suggeriert wird, zu generationengerechten Investitionen, sondern – vor allem in stark alternden Gesellschaften – entfallen auf immer höhere Ausgaben für Renten-, Pflege- und andere Sozialleistungen. Diese Leistungen mögen besonders für den älteren Teil der Gesellschaft erfreulich sein. Sie erhöhen aber eben gerade nicht das Produktionspotenzial, sondern belasten die kommenden Generationen über die zukünftig zu bedienenden Staatsschulden und eine tendenziell geringere Produktivität zusätzlich. Die in diesem Kontext oftmals vorgebrachte These, fiskalische Regeln wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt der EU oder die Schuldenbremse in Deutschland würden notwendige Investitionen verhindern, erscheint vor dem Hintergrund langfristiger Trends geradezu grotesk.

Auch die These des „free lunch“ bleibt eher theoretischer Natur.<sup>6</sup> Staatsschulden belasten die Staatshaushalte fortlau-

fend durch Zinsausgaben. In den vergangenen Jahrzehnten hat es zwar vielerorts längere Perioden gegeben, in denen die Zins-Wachstum-Differenz negativ war – die Wirtschaft des Landes also schneller wuchs als die Zinsen für die Refinanzierung der Staatsschulden. Allerdings ist es aus mehreren Gründen problematisch, sich zur Sicherstellung der Schuldentragfähigkeit auf eine negative Zins-Wachstums-Differenz zu verlassen.

Erstens ist es schwierig vorherzubestimmen, wie sich Zinsen und Wirtschaftswachstum auf lange Sicht entwickeln. Schließlich müssen Schulden nach Ende der Laufzeit wenigstens durch neue, zu den dann gültigen Bedingungen, ersetzt werden. Schätzwerte für langfristige Gleichgewichtszinsen und Potenzialwachstum, die zumindest eine Tendenz über die künftige Entwicklung aufzeigen könnten, sind jedoch mit sehr großer Unsicherheit behaftet und reagieren äußerst empfindlich auf veränderte Annahmen. Sie stellen daher keinen verlässlichen Indikator dar, um sich vermeintlich risikolos zu verschulden. Selbst längere Phasen extrem niedriger Zinsen sind kein Garant dafür, dass diese Situation jahrzehntelang fortgeschrieben werden kann. Zinsen können etwa durch finanzielle Repression künstlich niedrig gehalten werden, steigen aber wieder an, sobald signalisiert wird, dass die zinsverzerrende Politik aufgegeben wird. Schulden, die zunächst günstig aufgenommen werden konnten, müssen im weiteren Verlauf teuer refinanziert werden.

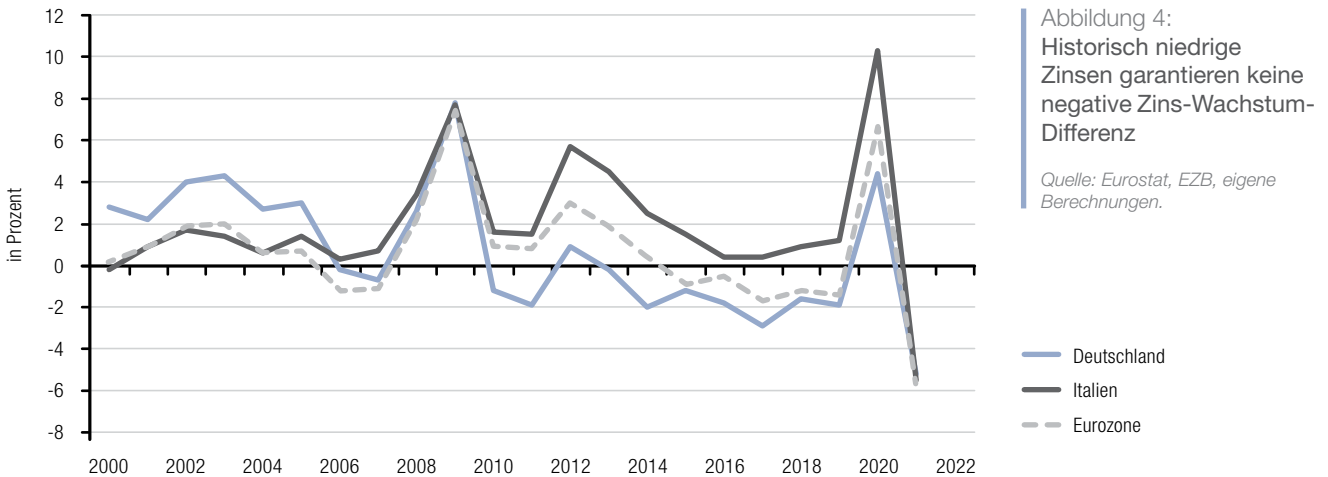
Zweitens muss immer mit einem abrupten Anstieg der Zinsen oder einem Einbruch der Wirtschaft gerechnet werden, wie die aktuelle Situation in Europa zeigt. Empirische Studien legen für Italien und andere Mitgliedstaaten Umkehrwahrscheinlichkeiten von zum Teil über 50 Prozent innerhalb von zehn Jahren nahe.<sup>7</sup> Dies wirkt sich besonders für hoch verschuldete Staaten schnell nachteilig aus, da hier selbst kleine Zinssprünge schon zu hohen zusätzlichen Zinslasten führen. Folglich müssten große Konsolidierungsanstrengungen unternommen werden, um die hohe Schuldenquote wenigstens zu stabilisieren. Üblicherweise sprechen sich Befürworter höherer Verschuldung dann aber nicht für große Konsolidierungsanstrengungen aus.

Drittens scheint es einigen Staaten selbst bei historisch niedrigen Zinsen nicht zu gelingen, eine negative Zins-Wachstums-Differenz zu erreichen. Beispielsweise konnte Italien wegen seiner chronischen Wachstumsschwäche in den ersten 20 Jahren der Währungsunion keine einzige negative Differenzrate erzielen (vgl. Abbildung 4).

<sup>5</sup> Vgl. Schuknecht (2022).

<sup>6</sup> Vgl. Mauro und Zhou (2021), Pamies et al. (2021) und Rogoff (2021). Für die Diskussion, ob die Schulden in Deutschland einen „free lunch“ darstellen, siehe etwa Feld (2020) und Lenz (2020).

<sup>7</sup> Vgl. SVR (2019).



Unter dem Strich gibt es für die Annahme einer nahezu dauerhaften negativen Zins-Wachstums-Differenz keine Garantie. Diese wäre aber bei permanenter Überschuldung für das fortgesetzte Vertrauen der Gläubiger in die Schuldentragfähigkeit eines Staates höchst erforderlich.

### 2.3 Polit-ökonomische Erklärungsansätze für Staatsverschuldung

Neben traditionellen Argumenten existiert eine Reihe polit-ökonomischer Erklärungsansätze für Staatsverschuldung.<sup>8</sup> Während die traditionellen Argumente den Staat als informierten, wohlwollenden Sozialplaner sehen, haben polit-ökonomische Ansätze diese Annahme aufgegeben. Sie untersuchen den Effekt politischer Systeme auf Staatsverschuldung und betrachten Politiker als homo oeconomicus, der sich am Eigennutzen orientiert.

Empirisch relativ gut gesichert ist der Einfluss der politischen Fragmentierung auf die Staatsverschuldung. Fragmentierung bezogen auf die Fiskalpolitik misst die Anzahl der Akteure und Interessensgruppen, die an der Haushaltsaufstellung und dessen Verabschiedung beteiligt sind. Greifen mehrere unterschiedliche politische Akteure auf eine gemeinsame fiskalische Ressource zu, kommt es zur Übernutzung. Je nach Art des politischen Systems wirkt sich diese unterschiedlich aus. In Präsidialsystemen mit Mehrheitswahlrecht

verschafft die Fragmentierung sich direkt über die Legislative Einfluss auf die Finanzpolitik, da hier eine hohe Konzentration von Nutzen bei breiter Streuung der Kosten möglich ist. Dieses Phänomen lässt sich beispielsweise für Frankreich empirisch gut belegen.<sup>9</sup>

In parlamentarischen Demokratien mit Verhältniswahlrecht ist die Fragmentierung von der Parteienlandschaft abhängig. Je mehr Parteien an der Regierung beteiligt sind und je größer das Kabinett ist, desto höher fällt die Übernutzung aus. Dieser Zusammenhang konnte mit Daten der „alten“ Mitgliedstaaten (EU-15) belegt werden.<sup>10</sup>

Empirisch relativ gut gesichert ist auch die Rolle von Wahlen. Einerseits spielt Verschuldung eine wichtige Rolle für Politiker, um mit „Wahlgeschenken“ von der Mehrheit der gegenwärtigen Wählergeneration wiedergewählt zu werden. Andererseits kann die Regierung auch eine strategische Verschuldung vornehmen, wenn sie davon ausgeht, nicht wiedergewählt zu werden und sie den Nachfolgern wenig fiskalischen Spielraum überlassen möchte.<sup>11</sup> Die strategische Staatsverschuldung wird dabei umso eher zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führen, je häufiger Regierungswechsel passieren. erinnert sei hier an die politischen Erfahrungen in Italien: In den vergangenen 75 Jahren hat das Land 67 Regierungen und 30 verschiedene Ministerpräsidenten hervorgebracht. Angesichts der italienischen Parlamentswahl spätestens im Frühjahr 2023 dürften diese Zahlen schnell weiter steigen.

<sup>8</sup> Für eine ausführliche Diskussion zur empirischen Einordnung polit-ökonomischer Ansätze siehe Feld (2011).

<sup>9</sup> Vgl. Cadot, Röller und Stephan (2006).

<sup>10</sup> Vgl. Perotti und Kontopoulos (2002).

<sup>11</sup> Vgl. Alesina und Tabellini (1990).

### 3 Sind Europas Staatsschulden tragfähig?

#### 3.1 Bestimmungsgrößen der Schulden- tragfähigkeit

Zur Bestimmung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wird üblicherweise die Entwicklung des Schuldenstands sowie des jährlichen Bruttofinanzierungsbedarfs in Relation zum BIP prognostiziert und ausgewertet. Ausgehend von den Überlegungen von Domar (1944) stehen vor allem vier ökonomische Kennzahlen im Fokus von Schuldentragfähigkeitsanalysen: der gesamtstaatliche Bruttoschuldenstand in Prozent des BIP, der Primärsaldo in Prozent des BIP (also der Finanzierungssaldo des Staates ohne Zinszahlungen), der durchschnittliche Zinssatz der Staatsschulden und die Wachstumsrate des BIP.

Die Staatsverschuldung wird in der Regel dann als tragfähig angesehen, wenn unter realistischen Annahmen und Stressszenarien die Schuldenquote mindestens stabil bleibt oder bis zu einem gewünschten Prozentsatz abgebaut wird. So beruht beispielsweise die Intuition der im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes festgesetzten Defizitobergrenze von drei Prozent des BIP darauf, dass bei einer Schuldenquote von 60 Prozent und einer nominalen Wachstumsrate des BIP von fünf Prozent ein Anstieg der Schuldenquote verhindert wird. Zudem kann dadurch ermittelt werden, wie hoch der jährliche Konsolidierungsbedarf ist, um innerhalb einer gewissen Zeit eine bestimmte Zielmarke (z.B. 60 Prozent des BIP) zu erreichen oder um langfristig die intertemporale Budgetrestriktion zu erfüllen, die eine Rückzahlung aller Schulden impliziert. Die Staatsverschuldung sollte dann dem diskontierten Wert zukünftiger Primärüberschüsse entsprechen.

Der jährliche Bruttofinanzierungsbedarf bestimmt sich wiederum aus den verfügbaren Mitteln und Rückzahlungsverpflichtungen des Staates. Er ist definiert als die Differenz aus Primärüberschuss und dem fälligen Schuldendienst (Tilgungs- und Zinszahlungen) in Relation zum BIP. Mit einem geringeren Bruttofinanzierungsbedarf sinkt die Notwendigkeit der Prolongation fälliger Schuldverpflichtungen. Geprüft wird, ob ein Land die künftigen Zahlungen bei Fälligkeit leisten kann.

Solche deterministischen Ansätze lassen naturgemäß

außer Acht, dass die Politik im Zeitablauf auf sich verändernde Situationen reagieren muss und sich dies wiederum auf wirtschaftliche Kennzahlen auswirkt. Insbesondere in Krisensituationen ist mit einer abrupten Verschlechterung von Wirtschaftswachstum und Zinsbedingungen zu rechnen. Es kommt dabei vor allem auf die Einschätzung der Finanzmärkte an, ob die Bedienung der Rückzahlungsverpflichtungen dann als gesichert angesehen werden. Um Refinanzierungsrisiken zu begrenzen, sollte der Bruttofinanzierungsbedarf daher nicht zu hoch ausfallen. Die Eurogruppe und internationale Organisationen wie der Internationale Währungsfonds (IWF) sehen den Schwellenwert für den Bruttofinanzierungsbedarf, ab dem die Schuldentragfähigkeit angezweifelt wird, üblicherweise bei 15 bis 20 Prozent des BIP.

Im Folgenden wird die Schuldentragfähigkeit vor allem in der mittleren Frist untersucht. In langfristigen Analysen sollte die explizite Verschuldung idealerweise um die sogenannte „implizite Verschuldung“ ergänzt werden. Die implizite Verschuldung erfasst künftige Zahlungsverpflichtungen wie die Zusagen aus den sozialen Sicherungssystemen und übersteigt die explizite Verschuldung oftmals um ein Vielfaches.<sup>12</sup>

#### 3.2 Einschätzung der Schuldentragfähigkeit ausgewählter Mitgliedstaaten

Wie ist es um die Tragfähigkeit der europäischen Staatsschulden bestellt? Die Europäische Kommission weist in ihren jährlichen Schuldentragfähigkeitsberichten national unterschiedlich hohe Risiken für die kurze, mittlere und längere Frist aus. In ihrem neuesten Bericht vom April 2022 sieht sie bei insgesamt zehn Mitgliedstaaten hohe Tragfähigkeitsrisiken in der mittleren Frist.<sup>13</sup> Allerdings hat die Kommission offiziell selten ernsthafte Zweifel an der Schuldentragfähigkeit ihrer Mitgliedstaaten aufkommen lassen. Selbst im Falle Griechenlands war die Prognose meistens überaus optimistisch – trotz der faktischen Zahlungsunfähigkeit des Landes in den Jahren 2012 und 2015 und der daraufhin erfolgten Rettungsaktionen (Bail-outs).<sup>14</sup>

So kam die Kommission etwa im März 2012, als private Gläubiger einen „freiwilligen“ Schuldenschnitt von mehr als

<sup>12</sup> Siehe hierzu die regelmäßig von der Stiftung Marktwirtschaft herausgegebene Generationenbilanz und das fiskalische EU-Nachhaltigkeitsranking, in denen die implizite Verschuldung für Deutschland und die EU-Mitgliedstaaten berechnet wird, die in Addition mit der expliziten Verschuldung die sogenannte Nachhaltigkeitslücke ausweist, vgl. z.B. Raffelhüschen et al. (2021).

<sup>13</sup> Vgl. Europäische Kommission (2022).

<sup>14</sup> Für eine eingehende Betrachtung der griechischen Rettungsaktionen siehe Sinn (2015), König (2016a) sowie Fuest und Becker (2017).

50 Prozent vollziehen mussten, zu der Einschätzung, dass sich die Schuldenquote Griechenlands innerhalb weniger Jahre von über 160 Prozent auf unter 130 Prozent abbauen und bis zum Jahr 2030 auf nahezu 80 Prozent halbieren würde.<sup>15</sup> Dies war offenkundig ein Trugschluss. Trotz zahlreicher begünstigender Maßnahmen – neben der größten Umschuldung der Nachkriegszeit im Frühjahr 2012 erhielt Griechenland zwischen 2010 und 2018 rund 278 Mrd. Euro aus drei Rettungspaketen zu extrem günstigen Kreditkonditionen, inklusive Tilgungs- und Zinsstundungen und gestreckten Rückzahlungen bis in das Jahr 2070 – sowie eines in den Corona-Vorjahren besonders positiven Wachstumsumfeldes stieg die griechische Staatsverschuldung bis zum Jahr 2019 auf über 180 Prozent des BIP. Durch Corona wuchs die griechische Staatsschuldenquote allein im Jahr 2020 um nochmals rund 25 Prozentpunkte auf 206 Prozent des BIP.

Die Schuldensituation Griechenlands wurde allein schon deshalb über viele Jahre als tragfähig eingestuft, da ohne eine positive Einschätzung der Schuldtragfähigkeit die Finanzhilfen von der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und ihrem Nachfolger, dem dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), nicht hätten erteilt werden dürfen. Im Frühjahr 2020 hat die Kommission allen Mitgliedstaaten die Tragfähigkeit ihrer Staatsschulden bescheinigt, obwohl bereits prognostiziert wurde, dass die Corona-Pandemie zu erheblichen fiskalischen Belastungen führen wird.<sup>16</sup> Ein anderes Ergebnis war politisch nicht gewünscht, da die erleichterten Kreditlinien des ESM als Teil des ersten gewichtigen Corona-Hilfspakets der EU prinzipiell allen Mitgliedstaaten offenstehen sollten.

Von einer griechischen Schuldentragfähigkeit kann derzeit überhaupt nur gesprochen werden, weil Griechenland in den kommenden Jahren – dank der mehrfach angepassten Kreditkonditionen und des hohen Umfangs an direkten und indirekten Schuldenerleichterungen<sup>17</sup> – vergleichsweise wenig Schulden zurückzahlen bzw. revolvingieren muss. Allein der ESM hält mehr als 50 Prozent der griechischen Staatsverschuldung, die Griechenland erst ab dem Jahr 2034 in Etappen zurückzahlen muss. Die durchschnittliche Laufzeit der griechischen ESM-Kredite beträgt 31 Jahre. Die Überschuldung Griechenlands fällt somit in Kombination mit den

sehr niedrigen effektiven Zinssätzen für die EFSF- und ESM-Hilfen von nur 1,0 respektive 1,3 Prozent fiskalisch kaum ins Gewicht.<sup>18</sup> Die Schuldentragfähigkeit Griechenlands ist demnach kurzfristig nicht bedroht.

Dies könnte sich allerdings ändern, wenn neue Schulden zukünftig zu marktgerechteren und dementsprechend höheren Zinsen aufgenommen werden müssen. Eine solche Entwicklung ist nicht ausgeschlossen, wie die vergangenen Monate gezeigt haben. In Erwartung einer restriktiveren Geldpolitik der EZB infolge der hohen Inflation haben sich die Zinsen in Europa in relativ kurzer Zeit deutlich erhöht. Der Grund ist, dass Investoren eine Veränderung in der Geldpolitik einpreisen und für größere Bonitätsrisiken höhere Zinsen verlangen. Gemäß Eurostat betragen die Renditen 10-jähriger griechischer Anleihen im Jahr 2021 durchschnittlich nur 0,9 Prozent, während im Juni 2022 im Durchschnitt bereits knapp vier Prozent verlangt wurden. Hält dieser Trend an, könnte die Schuldentragfähigkeit Griechenlands zumindest mittelfristig wieder in Zweifel gezogen werden.

Ähnliches gilt für die anderen hochverschuldeten Staaten Europas – allen voran Italien. Schaut man sich die Schuldenprojektion der Kommission aus dem Jahr 2012 an, so müsste die Schuldenquote Italiens aktuell bei rund 100 Prozent und im Jahr 2030 nahe an der Maastricht-Grenze von 60 Prozent liegen. Die seit mindestens zwei Jahrzehnten anhaltende wirtschaftliche Stagnation in Italien hat allerdings dazu geführt, dass die Schuldenquote bereits vor Corona im Jahr 2019 auf 134 Prozent angewachsen ist. Die Corona-Pandemie hat nochmals eine um rund 20 Prozentpunkte höhere Verschuldung bewirkt. Auch Italien sollte sich auf dauerhaft höhere Zinsen einstellen, falls Investoren die Risikobepreisung von Staatsanleihen wieder stärker an der fiskalischen Belastung der Staaten ausrichten. Die italienischen Renditen haben sich im Jahresverlauf 2022 ebenfalls vervielfacht, von rund einem Prozent im Dezember 2021 auf zeitweise mehr als vier Prozent im Juni 2022. Zuletzt waren die Renditen 10-jähriger italienischer Anleihen im Dezember 2013 auf mehr als vier Prozent gestiegen. Langfristige Zinssätze von mehr als vier Prozent waren in Italien bis zum Jahr 2014 die Regel, erst die Null- und Negativzinspolitik sowie die Anleihekaufprogramme der EZB sorgten für historisch niedrige Zinsen.

15 Vgl. Europäische Kommission (2012).

16 Vgl. Europäische Kommission (2020).

17 Meyer (2018) beziffert den Umfang der Schuldenerleichterungen, der Griechenland zwischen den Jahren 2012 und 2017 gewährt wurde, auf 281 bis 298 Mrd. Euro, was in etwa 90 Prozent der griechischen Staatsverschuldung im Jahr 2017 ausmachte.

18 <https://www.esm.europa.eu/financial-assistance/programme-database/interests-and-fees>.

Zwar dürfte auch Italien seine Staatsschulden vorerst weiter stemmen können, da diese im Schnitt über sieben Jahre laufen und es folglich dauert, bis sich höhere Zinsen auf den Staatshaushalt durchschlagen. Wie schnell sich die Schulden Tragfähigkeit allerdings verschlechtern kann, verdeutlicht ein selbst durchgerechnetes Szenario, das zukünftig bis zu zwei Prozentpunkte höhere Zinsen unterstellt. So

zeigen Abbildung 5 und Abbildung 6, dass sich die Schuldenquote und der Bruttofinanzierungsbedarf in Italien bis zum Jahr 2030 drastisch erhöhen, wenn die durchschnittlichen Zinsen in Italien bis zum Jahr 2024 sukzessive ansteigen und danach um zwei Prozentpunkte höher ausfallen als in der Basisprognose der Kommission im Frühjahr 2022 angenommen.<sup>19</sup>

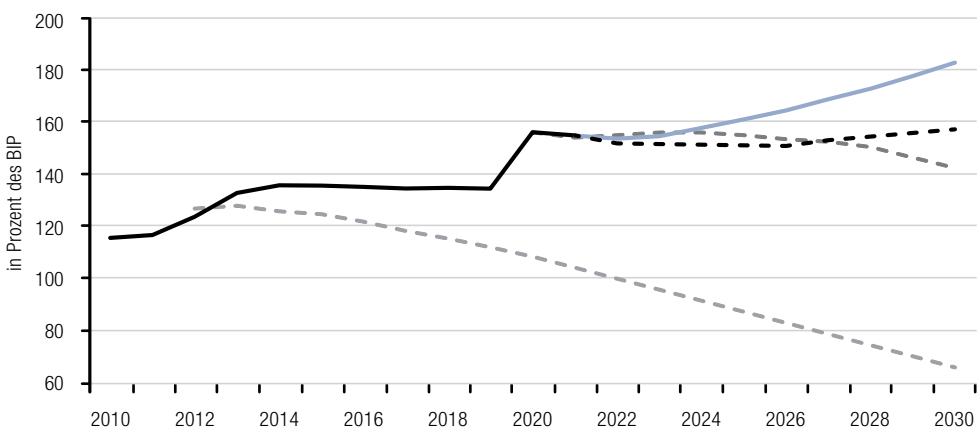


Abbildung 5:  
Eigene Projektion sowie Projektionen der Kommission zur Entwicklung der Schuldenquote in Italien  
*Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen.*

- Schuldenquote 2010–2021
- - - Basiszenario 2012
- - - Basiszenario 2020
- - - Basiszenario 2022
- Eigenes Szenario „Zinserhöhung“

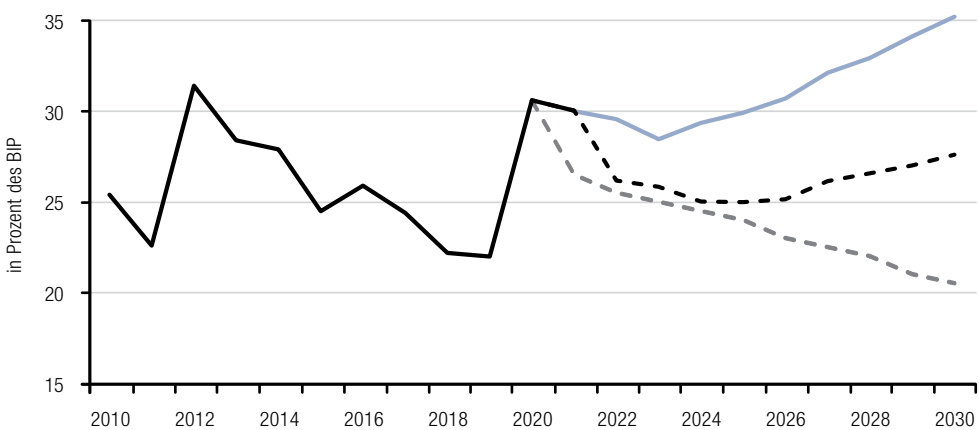
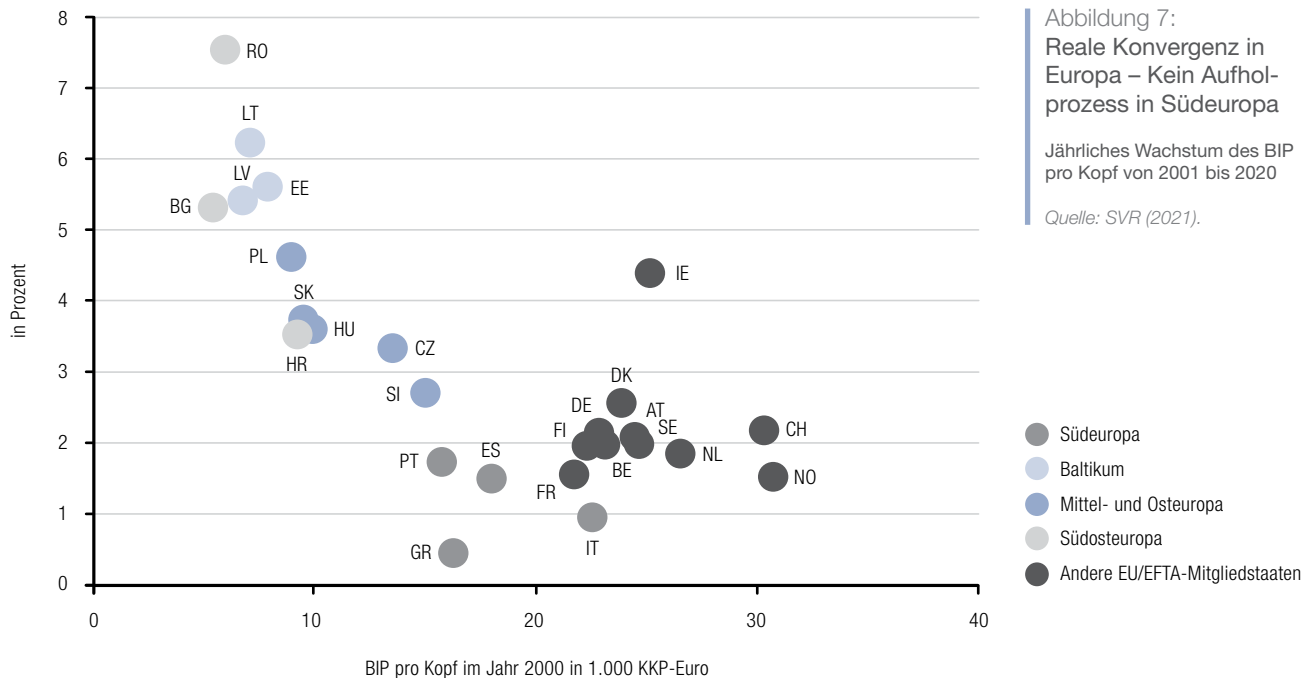


Abbildung 6:  
Eigene Projektion sowie Projektionen der Kommission zur Entwicklung des Bruttofinanzierungsbedarfs in Italien  
*Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen.*

- Bruttofinanzierungsbedarf 2010–2021
- - - Basiszenario 2020
- - - Basiszenario 2022
- Eigenes Szenario „Zinserhöhung“

<sup>19</sup> Anders als die Kommission unterstellen wir in unserem eigenen Szenario „Zinserhöhung“ einen Anstieg der durchschnittlichen (impliziten) Zinsen von 2,4 Prozent im Jahr 2021 auf 3,0 Prozent im Jahr 2022 und 3,4 Prozent im Jahr 2023 bis auf 3,8 Prozent im Jahr 2024 und ab diesem Zeitpunkt einen relativ konstanten Zins zwischen 3,7 und 3,8 Prozent bis zum Jahr 2030. Die Kommission (2022) geht in ihrem Fiscal Sustainability Report vom April 2022 hingegen davon aus, dass die Zinsen in Italien bis zum Jahr 2030 auf durchschnittlich 1,8 Prozent sinken werden.



Eine solche Zinserhöhung bewirkt in der Schuldenprojektion, dass die italienische Schuldenquote im Jahr 2030 um rund 25 Prozentpunkte höher ausfällt. Die italienische Schuldenquote würde demnach innerhalb weniger Jahre auf mehr als 180 Prozent ansteigen und nicht, wie von der Kommission prognostiziert, bis zum Jahr 2030 in etwa konstant bleiben. Auch der jährliche Bruttofinanzierungsbedarf würde im Szenario mit höheren Zinsen nicht etwa sinken, sondern bis zum Jahr 2030 auf mehr als 35 Prozent des BIP ansteigen. Die kritische Grenze des Bruttofinanzierungsbedarf von 15 bis 20 Prozent, die Italien in den vergangenen Jahren nie einhalten konnte, wäre somit auf viele Jahre hinaus unerreichbar.

Ähnliche Ergebnisse zeigen sich für Spanien, Portugal und Frankreich. Eine zweiprozentige Zinserhöhung bewirkt in der Projektion, dass in allen drei Ländern die Schuldenquoten bis zum Jahr 2030 um rund 20 Prozentpunkte ansteigen und

der Bruttofinanzierungsbedarf nicht unter die 20-Prozentmarke sinken würde. Die Schuldentragfähigkeit wäre also auch in diesen drei Ländern mittelfristig bedroht, wenn die Zinsen steigen sollten und nicht durch höhere Wachstumsraten kompensiert werden könnten. Ein höheres Wirtschaftswachstum hat sich in den vergangenen 20 Jahren in den genannten Mitgliedstaaten allerdings nicht eingestellt – trotz eines relativ niedrigen Pro-Kopf-Einkommens und eines eigentlich zu erwartenden Konvergenzprozesses (vgl. Abbildung 7).

Die vorangestellten Ausführungen verdeutlichen, dass die von der Kommission attestierte Schuldentragfähigkeit der hochverschuldeten Staaten Europas mit Vorsicht zu bewerten ist. Insofern kommt den fiskalischen Konsolidierungsbemühungen der Mitgliedstaaten und den europäischen Institutionen, die diese Bemühungen koordinieren und sicherstellen sollen, eine besondere Bedeutung zu.

## 4 Institutionelle Rahmenbedingungen: Von Maastricht über die Finanz- und Schuldenkrise bis zur Corona-Pandemie

Mit dem Eintritt in die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion haben die Mitgliedstaaten zentrale Politikoptionen aufgegeben, wodurch sich die Rahmenbedingungen für die Staatsfinanzierung grundlegend geändert haben. Eine gemeinsame Währung bedeutet letztlich „Geld, das man nicht selbst herstellen kann.“<sup>20</sup> Neben Transaktionskostenvorteilen, die mit einer einheitlichen Währung einhergehen, impliziert dies:

1. dass die Mitgliedstaaten kein Zentralbankgeld selbst schaffen können, um ihre Schulden zu begleichen;
2. dass sie die Inflation über die Geldpolitik nicht selbst erhöhen können, um den realen Wert der Schulden zu reduzieren;
3. dass sie den Wechselkurs als Anpassungsinstrument verlieren.

Die Mitgliedstaaten gehen somit das Risiko der Zahlungsunfähigkeit ein, das in dieser Form nur für Schwellenländer besteht, die sich in einer Fremdwährung verschulden müssen. Daran ist die Erwartung geknüpft, dass Finanzmärkte eine disziplinierende Wirkung auf die Staatsfinanzen entfalten und dass die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung durch solide Finanz- und Wirtschaftspolitik sichergestellt wird. Die langfristige Stabilität einer Währungsunion mit souveränen Mitgliedstaaten hängt demnach entscheidend davon ab, dass die nach wie vor in nationaler Verantwortung liegende Finanzpolitik nachhaltig und mit gebotener Weitsicht betrieben wird – ohne Rückgriff auf die Geld- und Währungspolitik der Zentralbank oder auf die Finanzen der Partnerländer.

Auf europäischer Ebene wurden vor Beginn der Währungsunion mehrere Vorkehrungen getroffen, die die Solidität der Staatsfinanzen befördern sollten. So sind mit dem Maastricht-Vertrag und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt Regeln eingeführt worden, um moderate Schulden- und Defizitquoten zu garantieren. Ebenso wurde die Nichtbeistandsklausel der EU mit der Absicht eingeführt, die nationale Verantwortung in der Finanzpolitik hervorzuheben und Anreize zu reduzieren, nationale Risiken auf die Währungsgemeinschaft zu überwälzen. Mitgliedstaaten sollten sich im Voraus nicht darauf verlassen können, im Zweifel von der Gemeinschaft gerettet zu werden. Außerdem wurde die EZB nach Vorbild der Deutschen Bundesbank als politisch unabhängige Behörde konzipiert und mit einem eng definierten Mandat

mit Priorität für Preisniveaustabilität ausgestattet. Monetäre Staatsfinanzierung zu betreiben und den Mitgliedstaaten mit Zentralbankgeld als sogenannter „lender of last resort“ zu dienen, ist der EZB verboten.

Diese Vorkehrungen sollen Anreize zu solider Finanzpolitik setzen. Ob diese Vorkehrungen ausreichen und ihre Einhaltung und Durchsetzung glaubwürdig sind, wurde frühzeitig angezweifelt. So kritisierte eine Vielzahl von Ökonomen vor Beginn der Währungsunion in den 1990er Jahren, dass die Eurozone in der geplanten Zusammensetzung ökonomisch zu heterogen sei und daher verfrüht in Angriff genommen werde.<sup>21</sup> Es wurde bemängelt, dass die wirtschaftlichen Strukturen, preislichen Wettbewerbsfähigkeiten und nationalen Vorstellungen hinsichtlich einer nachhaltigen Fiskalpolitik sowie einer stabilitätsorientierten Geldpolitik zu stark divergierten. Der Euro solle daher erst nach einer nachgewiesenen Angleichung der relevanten Wirtschaftsstrukturen und erfolgreicher Integration der Märkte eingeführt werden. Ansonsten würden in absehbarer Zeit hohe Transferzahlungen von den Kern- zu den Peripheriestaaten und eine zu lockere Geldpolitik drohen, was langfristig zu einer politischen Zerreißprobe in Europa führe. Auch die Deutsche Bundesbank hatte in ihrem Bericht zur Konvergenzlage der EU im Frühjahr 1998 Bedenken wegen einer zu heterogenen Zusammensetzung der Eurozone geäußert und empfahl nachdrücklich, dass bei der Auswahl der Mitgliedstaaten „allein auf deren stabilitätspolitische Leistungsfähigkeit abgestellt wird.“<sup>22</sup>

Demgegenüber befand im April 1998 zur Bundestagsabstimmung über die Einführung des Euro der damalige Bundeskanzler Helmut Kohl, dass Europa bereits im Vorfeld zu einer Stabilitätsgemeinschaft zusammengewachsen sei. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt würde sicherstellen, dass fiskalische Stabilität auch nach der Einführung des Euro gewahrt werde. Der damalige Finanzminister Theodor Waigel ergänzte an gleicher Stelle, dass Länder mit sehr hohem Schuldenstand nun verstärkte Anstrengungen unternehmen würden, um den Schuldenstand schnell auf ein tragfähiges Niveau zurückzuführen. Die italienische Regierung habe angekündigt, sich zu verpflichten, im Jahr 2003 die Schuldenquote auf unter 100 Prozent zu reduzieren. Dies seien sehr ernstzunehmende Absichten und die Konsolidierungsschritte würden im Rahmen von Stabilitätsprogrammen überwacht. In diesem Zusammenhang bekräftigte Waigel:

20 Vgl. Sievert (1992).

21 Vgl. die beiden in der FAZ erschienenen „Maastricht-Manifeste“ von 1992 und 1998, abrufbar unter: <https://www.uni-goettingen.de/de/document/download/13ed6bc990f7c9be5650a97f27a00ed6.pdf/Maastricht%20Manifeste%20deutsch-englisch.pdf>.

22 Vgl. Deutsche Bundesbank (1998).

*„Jedes Land haftet allein für seine Schulden. Es wird in der Währungsunion keine zusätzlichen Transfers geben. Haftungsübernahmen seitens der Gemeinschaft oder anderer Teilnehmerländer sind ausgeschlossen.“*<sup>23</sup>  
(Theodor Waigel, 23. April 1998)

Im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise kamen jedoch weitere europäische Regelungen und Institutionen hinzu. Die Krise hatte offengelegt, dass es illusorisch war, dass die Einhaltung der gemeinsam getroffenen Regeln und die Durchsetzung der Sanktionen gelingen würde.<sup>24</sup> Nicht zuletzt trugen Deutschland und Frankreich – aber auch Italien, Griechenland und Portugal – mit ihren ungeahndeten Regelverstößen gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt in den Anfangsjahren der Währungsunion dazu bei, dass die Regeln in den Folgejahren wiederholt verletzt wurden, ohne dass dies sanktioniert wurde. Die Länder konnten sich indirekt auf den damaligen Kommissionspräsidenten Romano Prodi berufen, der den Stabilitäts- und Wachstumspakt aufgrund seiner angeblich zu rigiden Regeln bereits im Jahr 2002 als „Patto stupido“ bezeichnete.<sup>25</sup>

Insbesondere die ehemaligen Schwachwährungsländer aus Südeuropa hatten den Vorteil gesunkener Zinsen in den ersten Jahren der Währungsunion für konsumtive Zwecke verwendet und die notwendigen realwirtschaftlichen Anpassungen zur Herstellung ihrer Wettbewerbsfähigkeit aufgeschoben. Zudem wurden vom Finanzsektor ausgehende Risiken und die krisenverstärkende Wirkung der wechselseitigen Abhängigkeit zwischen Banken und Staaten unterschätzt, sodass die Finanzkrise auch bis dahin fiskalisch solidere Staaten wie Spanien und Irland mit sich riss. In der Folge wurden mehrere Mitgliedstaaten und Banken durch bilaterale Hilfen und die temporär errichtete EFSF finanziell unterstützt. Die EZB sprang erstmals mit selektiven Anleihekäufen den Mitgliedstaaten und Banken im Rahmen ihres Securities Markets Programme (SMP) bei. Offizielles Ziel des Programms war es, Störungen an den Wertpapiermärkten zu beheben und einen angemessenen geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen.

Ab dem Jahr 2011 wurde die fiskalpolitische Architektur der EU überarbeitet. Mit dem sogenannten „Sixpack“ und dem Fiskalpakt wurden komplexere Fiskalregeln implementiert und ergänzende Maßnahmen zur makroökonomischen

Überwachung eingeführt, um die Koordinierung der nationalen Finanz- und Wirtschaftspolitik zu verbessern. Zudem wurde im Jahr 2012 als Nachfolger für die temporäre EFSF der ESM als dauerhafter Rettungsschirm außerhalb des Unionsrechts und als eine Art Ersatz-lender-of-last-resort für prinzipiell solvente Mitgliedstaaten in temporären Zahlungsschwierigkeiten von europäischer Tragweite geschaffen, die im Gegenzug für die Finanzhilfen ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchlaufen müssen.

Um erneut eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik herzustellen, wurde im Sommer 2012 von der EZB („whatever it takes“) das Anleihekaufprogramm Outright Monetary Transactions (OMT) beschlossen. Allein die bloße Ankündigung von OMT sorgte dafür, dass sich die gestiegenen Zinsunterschiede in der Eurozone wieder anglichen. Mittels des bislang noch nicht beanspruchten OMT-Programms erlaubte sich die EZB, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen von Euro-Krisenstaaten aufzukaufen. Eine notwendige Voraussetzung für OMT ist, dass das betroffene Land unter den Euro-Rettungsschirm (EFSF/ESM) geschlüpft ist und gewisse Reformen vollzieht. Kritiker bemängeln, dass dadurch das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in seiner fundamentalen Bedeutung für die Stabilität der Wirtschafts- und Währungsunion nachhaltig geschwächt wird. Die Zuständigkeit der EZB werde so weit gefasst, dass eine wirksame Abgrenzung zur wirtschaftspolitischen Zuständigkeit der Euro-Mitgliedstaaten nicht mehr möglich sei und die Marktdisziplinierung ausgehöhlt werde.<sup>26</sup>

Darüber hinaus wurde im Jahr 2014 die Europäische Bankenunion mit dem Ziel eingeführt, die systemisch wichtigsten Banken in der Eurozone europäisch zu überwachen und ausfallende Banken in geordneter Weise zulasten der Gläubiger und mit möglichst geringen Kosten für die Steuerzahler abzuwickeln. Die ersten Erfahrungen mit der Abwicklung von Banken im Geiste der Bankenunion fallen gemischt aus: So gelang es im Juni 2017, die spanische Banco Popular Español ohne Einsatz staatlicher Mittel wie vorgesehen abzuwickeln. Demgegenüber nutzte die italienische Regierung die Ausnahmen der Abwicklungsregeln, um bei mehreren italienischen Banken (Monte dei Paschi di Siena, Veneto Banca und Banca Popolare di Vicenza) einen Teil der Gläubiger zu Lasten des italienischen Steuerzahlers von Verlusten zu verschonen.

23 Vgl. Deutscher Bundestag (1998).

24 Vgl. Kronberger Kreis (2012) und König (2016a).

25 Vgl. [https://www.corriere.it/Primo\\_Piano/Economia/2002/10\\_Ottobre/17/patto\\_stabilita.shtml](https://www.corriere.it/Primo_Piano/Economia/2002/10_Ottobre/17/patto_stabilita.shtml).

26 Vgl. Kronberger Kreis (2016).



Im Januar 2015 startete die EZB mit dem Asset Purchase Programme (APP) und dem dazugehörigen Public Sector Purchase Programme (PSPP) ihr nächstes Anleihekaufprogramm. Die Notwendigkeit der Anleihekäufe wurde von der EZB mit Deflationsrisiken begründet. Die Ausweitung der Geldmenge sollte Konsum und Investitionen fördern und die Inflationsrate in der Eurozone auf knapp unter zwei Prozent anheben. Seither hat sich die Zentralbankbilanz der EZB allein durch das APP um mehr als drei Bill. Euro erhöht, wovon rund 2,6 Bill. Euro auf das PSPP entfallen.<sup>27</sup> In einem vielbeachteten Urteil hat der Zweite Senat des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) am 5. Mai 2020 mehreren Verfassungsbeschwerden gegen das Staatsanleihekaufprogramm PSPP stattgegeben. Die EZB habe „ultra-vires“, also jenseits ihrer Kompetenzen, gehandelt. Sie habe weder geprüft noch dargelegt, dass die getroffenen Maßnahmen verhältnismäßig seien. Die Kontrolle der Verhältnismäßigkeit durch den Europäischen Gerichtshof sei „schlechterdings nicht mehr nachvollziehbar“.<sup>28</sup>

Die ökonomische Entwicklung einzelner Mitgliedstaaten sowie die fiskal- und geldpolitischen Reaktionen in den vergangenen Jahren legen nahe, dass die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion von der im Maastricht-Vertrag verankerten Stabilitätsgemeinschaft noch weit entfernt ist. So haben es vor allem die hochverschuldeten Staaten Europas versäumt, die lange Phase des wirtschaftlichen Aufschwungs

von 2014 bis 2019 und die historisch niedrigen Zinsen dazu zu verwenden, die Staatsschuldenquoten abzubauen. Unter den hochverschuldeten Staaten konnte einzig Irland seine Schuldenquote kräftig senken, von 120 Prozent im Jahr 2012 auf unter 60 Prozent im Jahr 2019. Frankreich und Italien haben hingegen seit Beginn der Währungsunion in jedem Jahr ein Finanzierungsdefizit erzielt. Die Bindungswirkung der Fiskalregeln hat nicht funktioniert. Null Sanktionen bei mehr als 100 Überschreitungen der Defizitgrenze legen zudem eine sehr flexible Regelauslegung nahe. Die Kommission hat ihre Funktion als Hüterin der Verträge sehr diskretionär interpretiert. Die Defizitstaaten bekamen stets Aufschub – aus Rücksichtnahme vor Wahlen und der Befürchtung, ein Defizitverfahren würde anti-europäische Ressentiments schüren, oder einfach auf Geheiß des damaligen Kommissionspräsidenten Jean-Claude Juncker: „weil es Frankreich ist“.<sup>29</sup>

Die großzügige Auslegung der Fiskalregeln durch die Kommission und das „Zeit erkaufen“ durch die extrem expansive Geldpolitik der EZB wurden jedoch kaum dazu genutzt, wichtige Reformen anzustoßen. Im Gegenteil: Im Rahmen des Europäischen Semesters, in dem die Kommission den Mitgliedstaaten jährlich länderspezifische Reformen für eine leistungsfähigere Wirtschaft empfiehlt, wurden bis zur Corona-Pandemie von 993 Reformempfehlungen lediglich 11 „vollständig umgesetzt“ (vgl. Abbildung 8). Selbst „substanzielle Fortschritte“ wurden kaum erzielt.

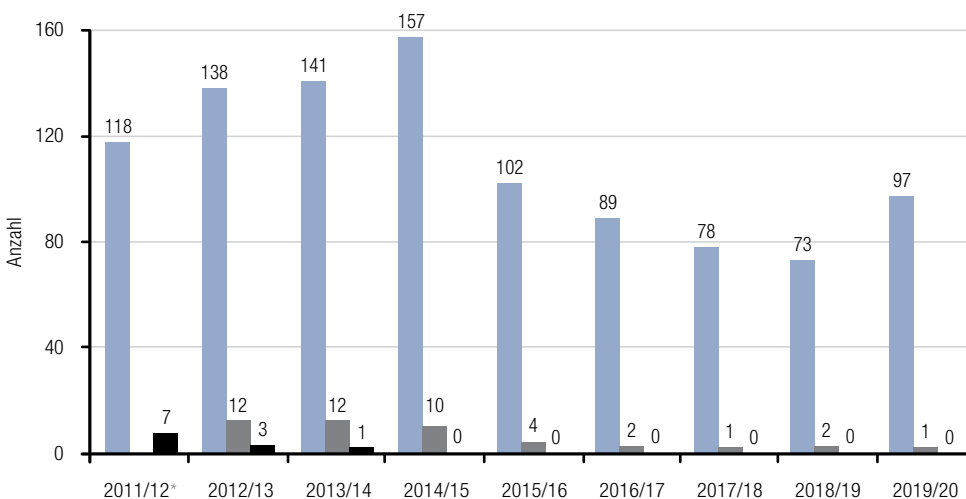


Abbildung 8: Mangelnde Umsetzung des Europäischen Semesters

\*Einteilung „substanzieller Fortschritt“ im Jahr 2011 nicht vorhanden

Quelle: Europäische Kommission; eigene Berechnungen.

- länderspezifische Empfehlungen
- „substanzieller Fortschritt“
- „vollständig umgesetzt“

27 Siehe <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>, Stand Mai 2022.

28 Vgl. BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020, 2 BvR 859/15.

29 Siehe [https://m.focus.de/politik/videos/gelten-fuer-frankreich-sonderregeln-dieser-eine-satz-von-kommissionschef-juncker-offenbart-die-scheinheiligkeit-der-eu\\_id\\_5584477.html](https://m.focus.de/politik/videos/gelten-fuer-frankreich-sonderregeln-dieser-eine-satz-von-kommissionschef-juncker-offenbart-die-scheinheiligkeit-der-eu_id_5584477.html).

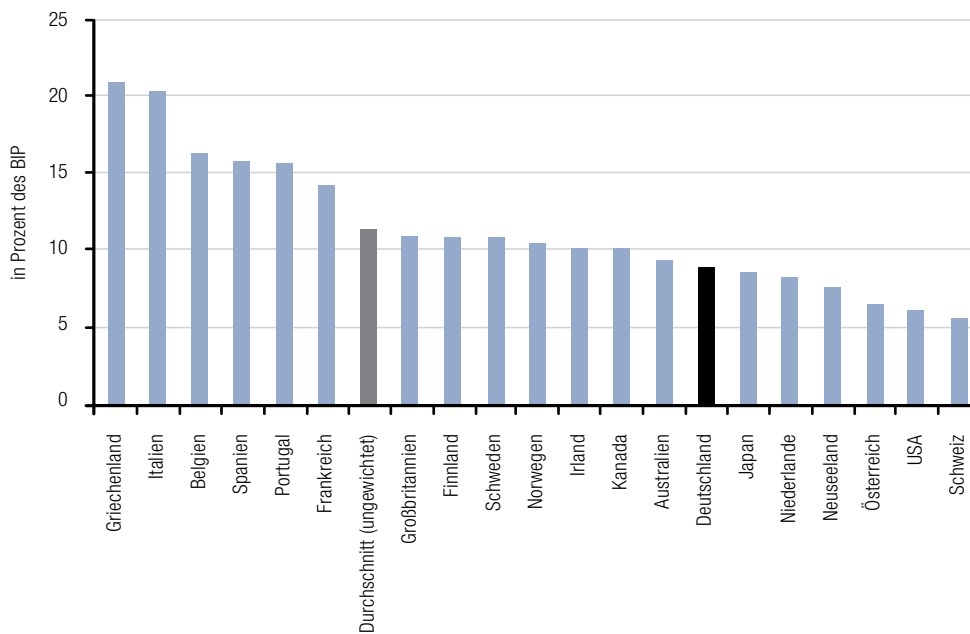


Abbildung 9:  
Hohe Schattenwirtschaft  
im verschuldeten  
Südeuropa

Niveau der Schattenwirtschaft in  
ausgewählten Industrieländern  
2022

Quelle: Schneider und  
Boockmann (2022).

Im Übrigen deutet Abbildung 8 darauf hin, dass die Reformbereitschaft in den Mitgliedstaaten besonders ab dem Zeitpunkt nachgelassen hat, als die EZB massiv Staatsanleihen gekauft und Niedrigzinsen durchgesetzt hat. Dies hat dafür gesorgt, dass die Refinanzierungszinsen auf Jahre hinaus gedrückt, länderspezifische Risikobepreisung verzerrt und die disziplinierende Wirkung des Kapitalmarkts außer Kraft gesetzt wurden.

Dabei wären langfristig strukturelle Reformen vielerorts dringend notwendig, wie andere Kennzahlen verdeutlichen. Vor allem die Arbeitslosenquoten, insbesondere die Jugendarbeitslosigkeit, waren bereits vor Corona immer noch sehr heterogen in Europa. Die höchsten Arbeitslosenquoten hatten im November 2019 Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland, gemäß Eurostat mit Quoten zwischen 8,4 und 16,8 Prozent. Die höchsten Quoten bei der Jugendarbeitslosigkeit verzeichneten Griechenland mit 32,5 Prozent, Spanien mit 32,1 Prozent und Italien mit 28,6 Prozent. Dies kann auf relativ starre Arbeitsmärkte, aber auch auf andere unvorteilhafte Angebots-

bedingungen in den Ländern zurückgeführt werden. So befindet sich beispielsweise Italien im Ease of Doing Business Index 2019 der Weltbank, der die Regulierungsintensität für Unternehmensgründungen und die Unternehmenspraxis misst, zwischen Kosovo und Chile weltweit auf Platz 58. Hinter Tunesien und dicht gefolgt von Kirgisien rangiert Griechenland im gleichen Index auf Platz 79.<sup>30</sup> Dies schlägt sich auch im Niveau der Schattenwirtschaft nieder. Vor allem die hochverschuldeten Staaten Europas schneiden im Schattenwirtschafts-Ranking vergleichsweise schlecht ab (vgl. Abbildung 9).

So gerieten die Mitgliedstaaten mit sehr unterschiedlichen fiskalischen und strukturellen Voraussetzungen in die Corona-Krise. Dies hat unter „solidarischem“ Druck dazu geführt, dass EU und EZB jeweils Corona-Hilfen in Milliardenhöhe bereitgestellt und neue Kriseninstrumente eingeführt haben. Vor dem Hintergrund bestehender Anreizprobleme für die Wirtschafts- und Währungsunion gilt es, diesen neuen Instrumenten und Programmen von Kommission und EZB besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

<sup>30</sup> Vgl. <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.EASE.XQ>.

## 5 Der Wiederaufbaufonds der EU als Wegbereiter einer dauerhaften Schuldenunion?

### 5.1 Entstehung und Ausgestaltung des Wiederaufbaufonds

Mit Verweis auf die Corona-Pandemie beschlossen die Mitgliedstaaten im April 2020, auf die Einrichtung eines europäischen „Wiederaufbaufonds“ hinzuwirken, der gezielt die am stärksten von der Krise betroffenen Sektoren und Regionen finanziell unterstützen sollte. Kurz zuvor war auf europäischer Ebene bereits ein Hilfspaket in Höhe von insgesamt 540 Mrd. Euro bestehend aus vergünstigten Staatskrediten des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), erleichterten Unternehmenskrediten der Europäischen Investitionsbank (EIB) und einem europäischen Kurzarbeitergeld (SURE) zu großzügigen Bedingungen bereitgestellt worden. Jedoch sorgten anhaltende Kritik aus Südeuropa an der zwar erleichterten, aber dennoch bestehenden (gesundheitspolitischen) Konditionalität der ESM-Hilfen dafür, dass weitere europäische Solidarität zu vorteilhafteren Konditionen organisiert werden sollte, die die Mitgliedstaaten nicht als hilfeschend „stigmatisieren“.<sup>31</sup>

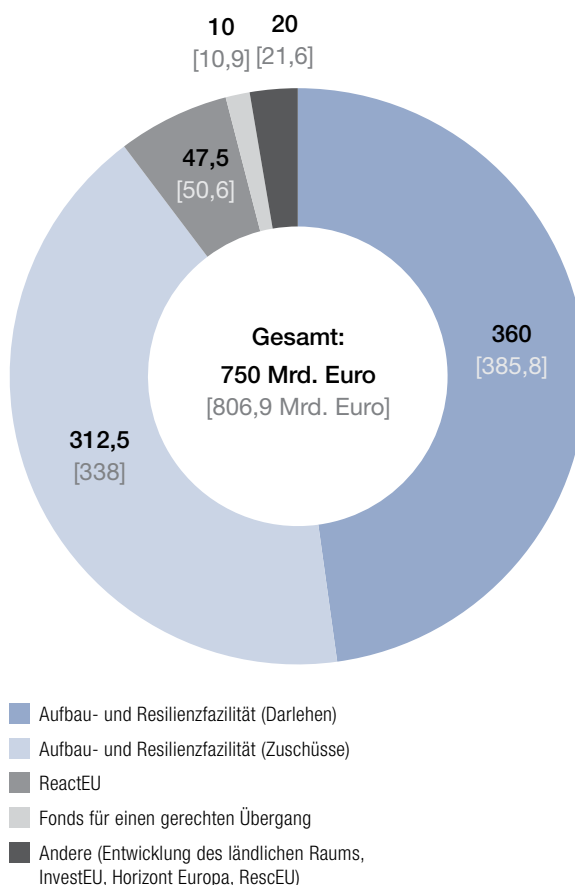
Daraufhin kam es im Mai 2020 zu einem deutsch-französischen Vorstoß für einen 500 Mrd. Euro schweren Wiederaufbaufonds, der eine gemeinsame Verschuldung für die EU vorsah und dessen Hilfen zu einem Teil aus nicht-rückzahlbaren Zuschüssen bestehen sollten. Der damalige Finanzminister Olaf Scholz bezeichnete den Vorstoß euphorisch als Europas „Hamilton-Moment“ – in Anlehnung an den ersten Finanzminister der USA, der 1790 ebenfalls den Weg in die Vergemeinschaftung von Schulden wählte. Der Vorstoß wurde von Italien als entscheidende Wende wahrgenommen, kam er den zuvor geforderten und von Deutschland stets ausgeschlossenen und als „Gespensterdebatte“ bezeichneten Eurobonds relativ nahe. Gleichwohl wurde betont, dass das Konzept nur eine teilschuldnerische Haftung vorsehe. Zudem gelte die Haftung nicht für Altschulden und die Aufnahme und Verwendung der neuen Schulden sei zeitlich und vom Umfang her begrenzt. Wenige Tage später unterbreitete die EU-Kommission den Vorschlag, den Umfang des Fonds auf 750 Mrd. Euro und die nicht-rückzahlbaren Zuschüsse auf 500 Mrd. Euro zu erhöhen.

In einem Kompromiss zwischen den „frugalen Vier“, die eine Schuldenunion befürchteten, und den übrigen Mitgliedstaaten, die weitere europäische „Solidarität“ einforderten, einigte sich der Europäische Rat schließlich im Juli 2020 auf die

Einführung des befristeten Wiederaufbauprogramms „Next-GenerationEU“ (NGEU) mit einem Volumen von insgesamt 750 Mrd. Euro (in Preisen von 2018), von denen 390 Mrd. Euro als nicht-rückzahlbare Zuschüsse und 360 Mrd. Euro als Darlehen an die Mitgliedstaaten vergeben werden können. Während die Darlehen von den jeweiligen Mitgliedstaaten zurückgezahlt werden sollen, soll die Rückzahlung der Zuschüsse über den EU-Haushalt erfolgen. Im Eigenmittelbe-

Abbildung 10: Ausgabenstruktur von „NextGenerationEU“ (NGEU)

Quelle: Europäische Kommission.



Hinweis: Der Finanzrahmen ist angegeben zu Preisen von 2018 sowie in eckigen Klammern zu jeweiligen Preisen.

31 Vgl. König (2020).

schluss wird betont, dass die Verschuldungskompetenz eine außerordentliche, befristete und begrenzte Ermächtigung der Kommission ausschließlich zur Bewältigung der Folgen der Corona-Pandemie darstellt.<sup>32</sup>

Die Ausgabenstruktur von NGEU sieht vor, dass knapp 90 Prozent der Mittel – d.h. die gesamten von den Mitgliedstaaten beantragten Darlehen und rund 80 Prozent der Zuschüsse – direkt über die neu geschaffene Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) den Mitgliedstaaten und deren Plänen zugeführt werden (vgl. Abbildung 10). 77,5 Mrd. Euro der Zuschüsse (in Preisen von 2018) fließen über andere EU-Programme wie ReactEU oder den Fonds für einen gerechten Übergang in die Mitgliedstaaten. Gemäß der Kommission hat die RRF zum Ziel, die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Corona-Pandemie abzufedern, die Volkswirtschaften und Gesellschaften nachhaltiger und widerstandsfähiger zu machen sowie besser auf die Herausforderungen und Chancen des ökologischen und digitalen Wandels vorzubereiten. Um Unterstützung aus der Fazilität in Anspruch nehmen zu können, müssen die Mitgliedstaaten der EU-Kommission nationale Aufbau- und Resilienzpläne vorlegen und darin die bis Ende 2026 umzusetzenden Reformen und Investitionen aufzuführen. Jeder Plan soll wirksame Lösungen für die im Rahmen des Europäischen Semesters ermittelten länderspezifischen Empfehlungen enthalten. Zudem ist vorgegeben, dass die geplanten Ausgaben zu mindestens 37 Prozent für den Klimaschutz und zu mindestens 20 Prozent für die digitale Transformation verwendet werden müssen. Bei Erreichen der vereinbarten Etappenziele und Zielwerte für die Verwirklichung der geplanten Reformen und Investitionen werden die Tranchen entsprechend ausgezahlt. Die Kommission wird somit erstmals in ihrer Geschichte ermächtigt, in erheblichem Umfang gemeinsame Anleihen mit längeren (EU-Bonds) und kürzeren (EU-Bills) Laufzeiten am Kapitalmarkt zu begeben, die spätestens bis zum Jahr 2058 vollständig zurückgezahlt werden müssen.

## 5.2 Kritik am Wiederaufbaufonds

In Krisenzeiten sind europäischer Zusammenhalt und grenzüberschreitende Solidarität besonders wichtig. Jedoch ist das Wiederaufbauprogramm NGEU vor dem Hintergrund der besonderen Schuldensituation in Europa und möglicher negativer Anreizwirkungen in mehrfacher Hinsicht kritisch zu bewerten.<sup>33</sup>

### 5.2.1 NGEU leistet keine Krisenhilfe, sondern klassische Umverteilungspolitik

Die Kommission bewirbt NGEU in Kombination mit dem neuen mehrjährigen EU-Haushalt als „größtes Konjunkturpaket aller Zeiten“, was damit weit über die ursprüngliche Intention einer akuten Krisenbekämpfung hinausgeht. Dies zeigt sich auch an der Verteilung der Mittel an die Mitgliedstaaten: 70 Prozent der Zuschüsse aus der RRF werden den Mitgliedstaaten auf Basis makroökonomischer Daten zugeteilt, die nichts mit der Corona-Krise zu tun haben. Der Zuweisungsschlüssel für die ersten knapp 219 Mrd. Euro an Zuschüssen erfolgt nach der jeweiligen Arbeitslosigkeit der Jahre 2015 bis 2019, dem inversen Pro-Kopf-BIP sowie dem Bevölkerungsanteil eines Mitgliedstaates. Erst die übrigen 94 Mrd. Euro nehmen zum Teil die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise als Referenz hinzu, indem anstelle der Arbeitslosigkeit der Rückgang des realen BIP in den Corona-Jahren 2020 und 2021 sowie erneut das inverse Pro-Kopf-BIP und der Bevölkerungsanteil herangezogen werden.

Die Folge ist, dass neben den südeuropäischen Mitgliedstaaten vor allem osteuropäische Staaten mit vergleichsweise milder Rezession vom Wiederaufbaufonds begünstigt werden. Absolut betrachtet erhält Italien mit 191,5 Mrd. Euro (in Preisen von 2018) mit Abstand die meisten Mittel aus der Aufbau- und Resilienzfazilität (und damit fast die Hälfte der bislang beantragten RRF-Mittel) sowie weitere rund 16 Mrd. Euro an NGEU-Zuschüssen aus den übrigen EU-Programmen. Dagegen erhalten in Relation zum BIP nach derzeitigem Stand Griechenland mit knapp 17 Prozent, Rumänien mit rund 13 Prozent sowie Kroatien mit knapp 12 Prozent die meisten Zuschüsse und Kredite aus dem RRF (vgl. Abbildung 11). Da die Mitgliedstaaten allerdings bis Mitte 2023 noch Kredite aus dem RRF beantragen können und bislang beispielsweise Spanien und Portugal ihre Kreditberechtigungen noch nicht ausgeschöpft haben, kann sich diese Rangfolge noch ändern. Würden alle Mitgliedstaaten ihre maximalen Kredite aus dem RRF abrufen, würde etwa die Hälfte der 27 Mitgliedstaaten NGEU-Mittel in Höhe von mehr als 10 Prozent des jeweiligen BIP erhalten.

Betrachtet man nur die NGEU-Zuschüsse, lassen sich Umverteilungseffekte am besten an den Nettosalen der einzelnen Mitgliedstaaten messen. Unter der Annahme, dass der Schuldendienst eines Landes proportional zum jeweiligen BNE-Anteil am EU-Haushalt erfolgt, ergeben sich die Nettosalen wie in Abbildung 12 dargestellt. Die meisten NGEU-

<sup>32</sup> Vgl. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32020D2053>.

<sup>33</sup> Vgl. im Folgenden u.a. Bundesrechnungshof (2021), Dorn und Fuest (2021), Heinemann (2021) sowie SVR (2021).

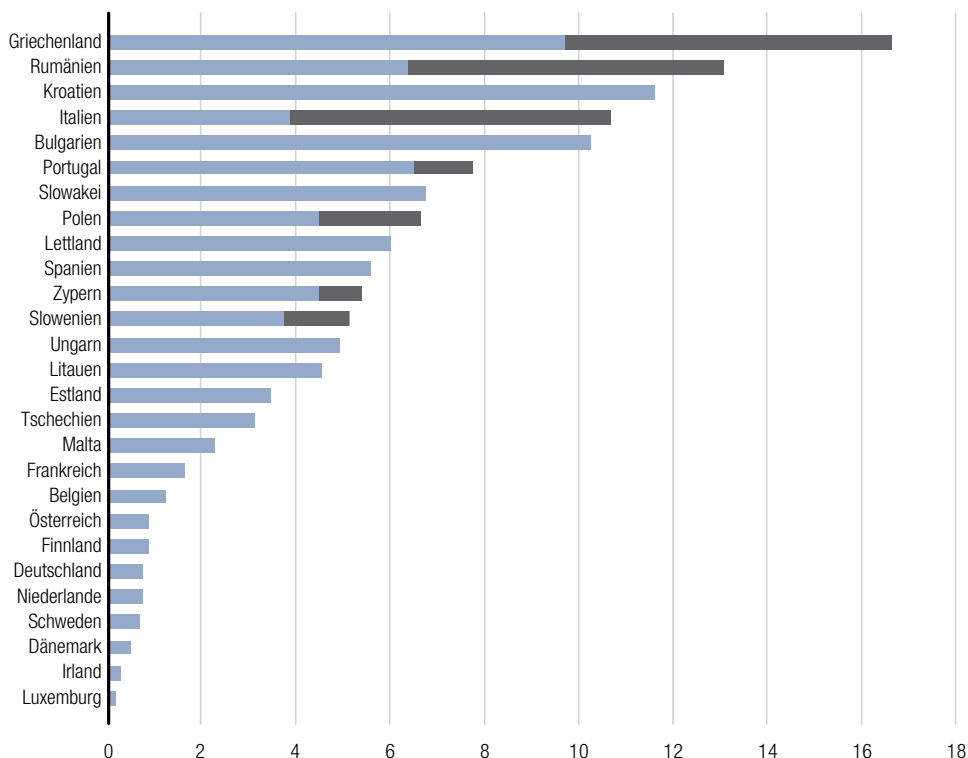


Abbildung 11:  
Geplante Verteilung der NGEU-Mittel aus der Aufbau- und Resilienz-fazilität (RRF) (in Prozent des BIP)

Stand März 2022

Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen.

Zuschüsse  
Darlehen

Zuschüsse aus der Aufbau- und Resilienzfazilität sowie aus den anderen EU-Projekten erhalten mit Abstand Spanien und Italien mit jeweils rund 85 Mrd. Euro (in jeweiligen Preisen). Beide sind auch vom Volumen her die größten Nettoempfänger mit rund 49 Mrd. Euro für Spanien und 33 Mrd. Euro für Italien. Bezogen auf das BIP erhalten jedoch Kroatien (9,9 Prozent), Bulgarien (9,1 Prozent) und Griechenland (8,4 Prozent) netto die meisten Zuschüsse. Von den Nettoszählern muss Frankreich mit 1,1 Prozent des BIP den geringsten Nettobeitrag leisten. Deutschland ist absolut betrachtet der größte Nettoszähler mit rund 70 Mrd. Euro, in Relation zum BIP sind dies zwei Prozent.

Betrachtet man die Nettosaldden der NGEU-Zuschüsse für die einzelnen Mitgliedstaaten pro Kopf und grafisch, wird die Umverteilung von Zentral- und Nordeuropa nach Süd- und Osteuropa noch deutlicher (vgl. Abbildung 13). Während etwa Griechenland, Kroatien, Spanien und Portugal mehr als 1.000 Euro pro Einwohner an Zuschüssen erhalten und zudem alle erst seit 2004 beigetretenen EU-Mitgliedstaaten NGEU-Nettoempfänger sind, muss die Bevölkerung in Zentral- und Nordeuropa teilweise vierstellige Nettobeiträge pro Kopf leisten. Auch hier stellen die Franzosen den geringsten

Nettobeitrag pro Kopf.

Wie Dorn und Fuest (2021) zeigen, korrelieren die NGEU-Nettosalden letztendlich kaum mit den tatsächlichen Krisenfolgen. Weder der Verlust beim BIP, noch der Anstieg der Staatsverschuldung oder der Corona-Todeszahlen stellen einen klaren statistischen Zusammenhang mit den NGEU-Nettosalden heraus. Da die eigentlich nicht vorgesehene Verschuldungskompetenz für die EU jedoch explizit mit der Krise begründet wurde, dürfte die geringe Korrelation der Mittel mit den Krisenfolgen die Legitimation von NGEU in Frage stellen.

Darüber hinaus entfällt der größte Anteil der NGEU-Mittel auf die Jahre 2023 und 2024. Dann dürfte jedoch der tiefste wirtschaftliche Einbruch durch die Corona-Pandemie überwunden sein. Eine akute Krisenhilfe lässt sich aus der Konzeption des NGEU nicht zwingend ableiten. Eher dürften bei der Höhe der Auszahlung wie bei der Verknüpfung der Mittel mit der grünen und digitalen Transformation nicht unmittelbar die Corona-Krise, sondern politische Motive eine wesentliche Rolle gespielt haben. Durch die Verteilung der Mittel auf Staaten mit vorwiegend geringem Pro-Kopf-BIP kann NGEU eher als schuldenfinanzierte Ausweitung der klassischen EU-Kohäsionspolitik verstanden werden.

Abbildung 12:  
Verteilung und Nettosaldden der Zuschüsse aus dem Wiederaufbaufonds

a Die abgebildeten NGEU-Zuschüsse (in jeweiligen Preisen) umfassen die von der EU-Kommission bereitgestellten Daten zur Aufbau- und Resilienzfaszilität (RRF, Recovery and Resilience Facility), ReactEU, Fonds für einen gerechten Übergang (JTF, Just Transition Fund) und EAFRD (European Agricultural Fund for Rural Development).

b Berechnet auf Basis des erwarteten BNE-Anteils am EU-Haushalt im Zeitraum 2021–2027.

Quelle: Europäische Kommission, eigene Berechnungen (Stand: März 2022).

	NGEU-Zuschüsse <sup>a</sup>					Rückzahlung <sup>b</sup>	Netto	Netto (% BIP)	Netto (pro Kopf)	
	RRF	+ ReactEU	+ JTF	+ EAFRD	= Summe					
Spanien	69500	14485	491	718	85194	36271	48923	4,1%	1034	Nettoempfänger
Italien	68900	14388	582	911	84781	52166	32615	1,8%	547	
Griechenland	17800	1986	469	365	20620	5298	15322	8,4%	1429	
Polen	23900	1913	2174	945	28932	15487	13445	2,4%	354	
Rumänien	14200	1540	1209	692	17641	6521	11120	4,6%	575	
Portugal	13900	2139	126	354	16519	6113	10406	4,9%	1011	
Bulgarien	6300	576	732	202	7810	1630	6180	9,1%	889	
Kroatien	6300	673	105	202	7280	1630	5650	9,9%	1392	
Slowakei	6300	745	259	163	7467	2853	4614	4,8%	845	
Ungarn	7200	986	147	298	8631	4075	4556	3,0%	466	
Tschechien	7100	1152	927	186	9365	6521	2844	1,2%	266	
Lettland	2000	230	108	84	2422	815	1607	4,9%	842	
Litauen	2200	324	154	140	2818	1223	1595	2,9%	571	
Slowenien	1800	278	146	73	2297	1223	1074	2,1%	513	
Estland	1000	207	200	63	1470	815	655	2,1%	493	
Zypern	1000	132	57	12	1201	815	386	1,7%	435	
Malta	300	122	13	9	444	408	36	0,3%	71	
Luxemburg	100	144	5	9	258	2038	-1780	-2,4%	-2843	Nettozahler
Finnland	2100	171	263	209	2743	6928	-4185	-1,7%	-758	
Dänemark	1600	211	50	54	1915	8966	-7051	-2,1%	-1211	
Belgien	5900	330	103	48	6381	13856	-7475	-1,5%	-649	
Österreich	3500	278	77	344	4199	11819	-7620	-1,9%	-856	
Irland	1000	142	48	190	1380	10189	-8809	-2,1%	-1774	
Schweden	3300	366	88	152	3906	13856	-9950	-1,9%	-963	
Niederlande	6000	562	352	52	6966	23638	-16672	-1,9%	-958	
Frankreich	39400	3941	582	867	44790	70913	-26123	-1,1%	-388	
Deutschland	25600	2404	1400	710	30114	100663	-70549	-2,0%	-848	
EU-27	338200	50425	10867	8052	407544	407544	0			

in Mio. Euro

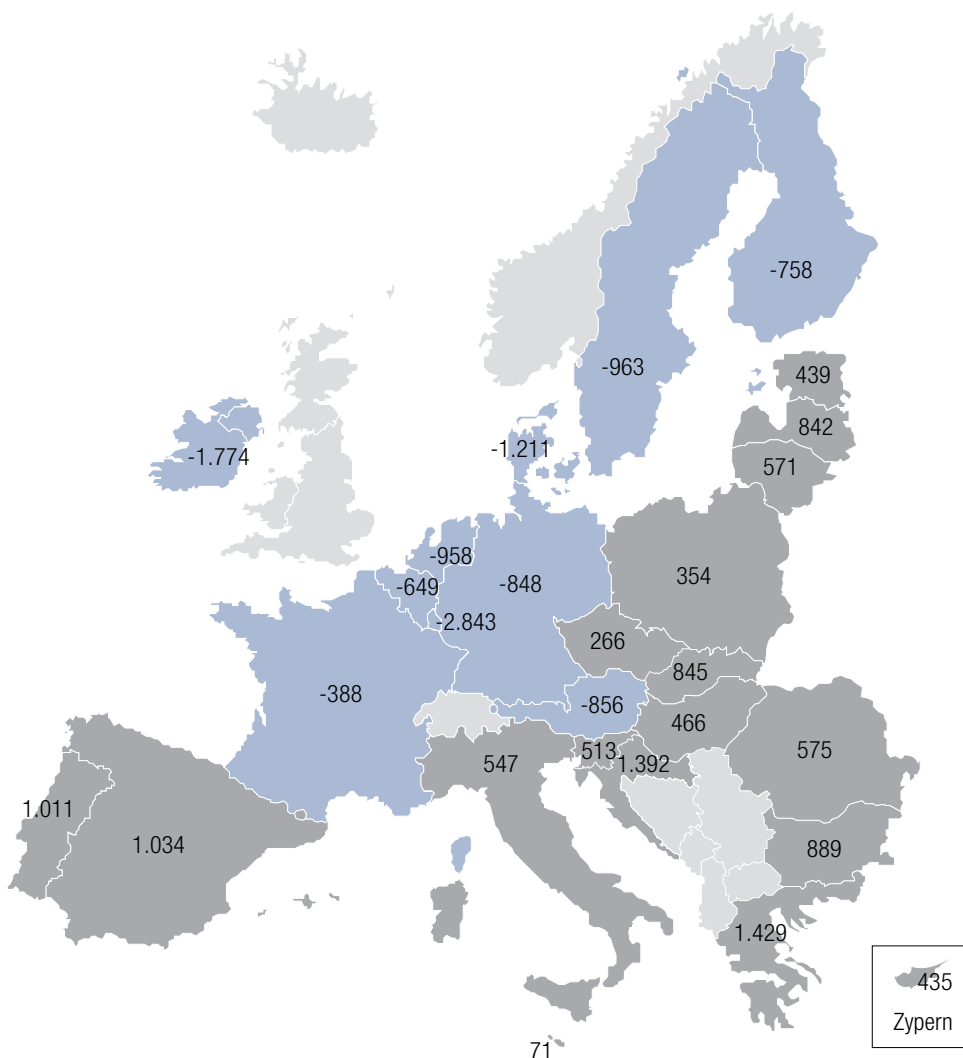


Abbildung 13:  
Umverteilung der  
NGEU-Zuschüsse von  
Zentral- und Nordeuropa  
nach Süd- und Osteuropa

Stand März 2022

Quelle: Europäische Kommission,  
eigene Berechnungen.

Nettosalden pro Kopf in Euro

- Nettozahler
- Nettoempfänger

### 5.2.2 Die EU-Schulden unterliegen nicht den Fiskalregeln und verzerren die Schulden-tragfähigkeit der Mitgliedstaaten

Aufgrund von NGEU entstehen auf EU-Ebene jährlich merkliche Defizite. Im Jahr 2021 könnte sich das Defizit auf 0,5 Prozent des europaweiten BIP belaufen.<sup>34</sup> Die nationalen Defizite und Schulden können daher künftig niedriger ausfallen, wenn die Ausgaben statt über nationale Schulden über schuldenfinanzierte Transfers erfolgen. Die erwarteten NGEU-Transfers machen in einigen Mitgliedstaaten jedes Jahr meh-

rere Prozentpunkte des BIP aus (vgl. Abbildung 14). Die Finanzlage der Staaten wird aber nur vordergründig besser, denn die EU-Schulden müssen zusätzlich zu den nationalen Schulden über den EU-Haushalt von den Mitgliedstaaten bedient werden.

Folglich wäre es angemessen, die Bedienung der EU-Schulden anteilig auf die Mitgliedstaaten anzurechnen, damit dies bei der Anwendung der Fiskalregeln berücksichtigt werden kann. Andernfalls droht eine Umgehung der Fiskalregeln über die EU-Verschuldung und eine Verzerrung der tatsächlichen Schulden-tragfähigkeit der Mitgliedstaaten.

34 Vgl. Deutsche Bundesbank (2022).

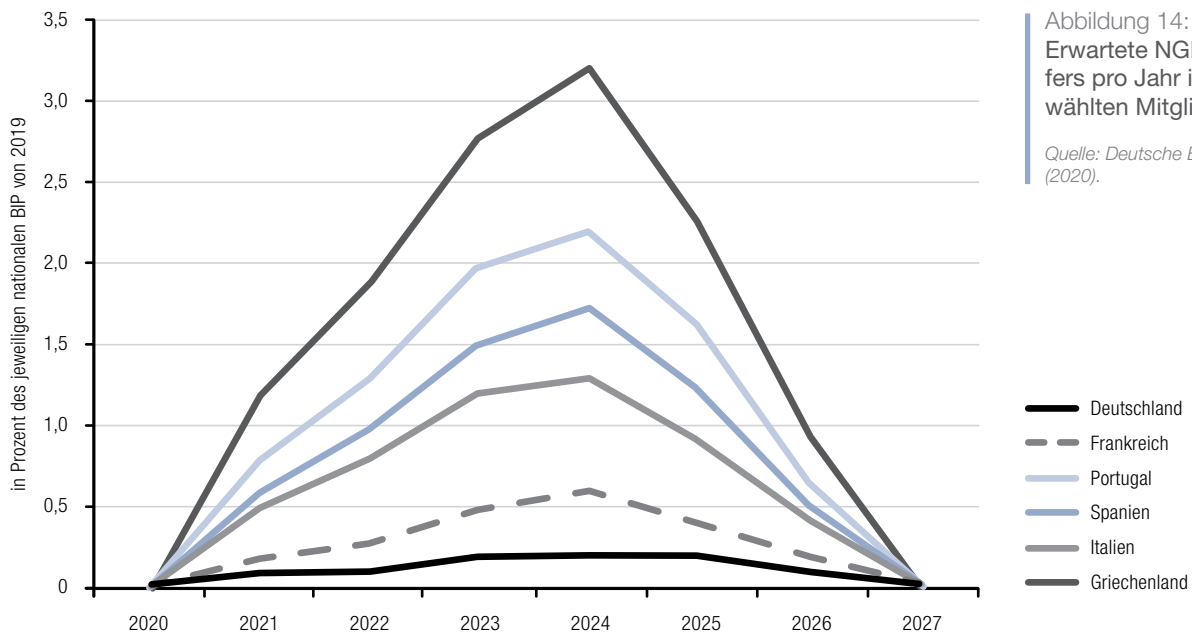


Abbildung 14:  
Erwartete NGEU-Transfers pro Jahr in ausgewählten Mitgliedstaaten

Quelle: Deutsche Bundesbank (2020).

### 5.2.3 Die Rückzahlung der EU-Schulden ist nicht gesichert und eine Gemeinschaftshaftung nicht ausgeschlossen

Die Kommission beabsichtigt, für die Rückzahlung der Anleihen neue EU-Eigenmittel einzuführen und warnt davor, dass es ohne neue Eigenmittel zu unangemessenen Kürzungen bei EU-Programmen oder zu einer übermäßigen Erhöhung der Beiträge der Mitgliedstaaten kommen könnte.<sup>35</sup> In einem ersten Schritt wurden zum 1. Januar 2021 Beiträge auf der Grundlage nicht recycelter Verpackungsabfälle aus Kunststoff (sogenannte Plastikabgabe) als neue Einnahmequelle eingeführt.

Darüber hinaus hat die Kommission drei weitere neue Eigenmittel für den EU-Haushalt vorgeschlagen: 75 Prozent der Einnahmen aus einem einzuführenden CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystem, 25 Prozent der Einnahmen aus dem erweiterten EU-Emissionshandel sowie 15 Prozent auf den Anteil der Residualgewinne multinationaler Unternehmen, die im Rahmen der OECD/G20-Vereinbarung neu besteuert und den Staaten zugewiesen werden sollen. Darüber hinaus sind weitere Eigenmittel geplant, etwa auf Grundlage der Besteuerung digitaler Dienstleistungen oder einer Finanztransaktionssteuer.

Die Rückzahlung der NGEU-Mittel ist bislang nicht gesichert, da die vorgeschlagenen neuen Eigenmittel erst noch eingeführt werden müssen. Ob dies tatsächlich gelingt, ist allerdings unklar. Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer befindet sich bereits seit vielen Jahren im Konsultationsprozess und wird von einer Reihe von Mitgliedstaaten abgelehnt. Auch die Einführung einer Digitalsteuer auf EU-Ebene ist bereits seit längerem im Gespräch, scheitert aber bislang am Widerstand einzelner Mitgliedstaaten und an einer Einigung mit den USA.

Solange die Rückzahlung jedoch nicht geklärt ist und sobald einzelne Mitgliedstaaten nicht zur Rückzahlung ihrer Verbindlichkeiten bereit sind, tritt eine Gemeinschaftshaftung ein. Zwar müssen Mitgliedstaaten nicht direkt für ausstehende Verbindlichkeiten anderer Staaten einstehen, da die Kommission für den Fall ausbleibender Zahlungen zunächst dazu verpflichtet ist, innerhalb des EU-Haushalts nach Liquidität zu suchen. Im nächsten Schritt kann sie zudem zur finanziellen Überbrückung Anleihen mit kurzer Laufzeit begeben. Jedoch kann die Kommission danach die fehlenden Mittel von den übrigen Mitgliedstaaten entsprechend ihrem jeweiligen Anteil am EU-Haushalt einfordern. Haftungsübernahmen für die Schulden anderer Mitgliedstaaten sind demnach nicht ausgeschlossen.

<sup>35</sup> Vgl. [https://germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-schlagt-neue-eu-eigenmittel-vor-2021-12-22\\_de](https://germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-schlagt-neue-eu-eigenmittel-vor-2021-12-22_de).



#### 5.2.4 Es droht eine Perpetuierung der EU-Verschuldungskompetenz

Auch wenn im Eigenmittelbeschluss betont wird, dass die Verschuldungskompetenz der Kommission auf die Zeit der Corona-Pandemie befristet ist und eine Änderung des Eigenmittelbeschlusses die Einstimmigkeit im Rat sowie die Einhaltung der verfassungsrechtlichen Vorgaben in den Mitgliedstaaten erfordert, droht eine Verfestigung der EU-Verschuldungskompetenz. Dies ist umso wahrscheinlicher, sobald neue Eigenmittel eingeführt sind und es seitens der EU – wovon auszugehen ist – zu einer positiven Evaluierung von NGEU kommen sollte. Befristete Kriseninstrumente wurden schon oft zu dauerhaften Institutionen, wie beispielsweise der Übergang von der EFSF zum ESM belegt. Ein dauerhaftes EU-Verschuldungsrecht mit gemeinschaftlicher Haftung würde aber die fiskalische Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten und die im EU-Vertrag verankerte Nicht-Beistandsklausel aushebeln.

Hinzu kommt, dass im jetzigen Eigenmittelbeschluss bereits eine hohe Überdeckung angelegt ist, die eine Ausweitung der Verschuldung auf die europäische Ebene nahelegen könnte.<sup>36</sup> Dabei wurde bis 2058 die Eigenmittelobergrenze um eine zusätzliche Marge von 0,6 Prozentpunkten

pro Jahr erhöht. Die Kommission begründet die Erhöhung der Eigenmittelobergrenze mit vorsorglicher Planung, um jederzeit ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Das Ausmaß dieser vorsorglichen Überdeckung ist allerdings außergewöhnlich hoch. Beispielsweise ist im ESM ebenfalls eine Überdeckung angelegt, die 40 Prozent der Mittel abdeckt. Im Fall von NGEU steigt durch die Überdeckung von jährlich 0,6 Prozent bis 2058 das Garantievolumen auf rund 4 Bill. Euro. Bei NGEU-Mitteln von insgesamt „nur“ rund 800 Mrd. Euro bzw. rund 420 Mrd. Euro, wenn nur die Zuschüsse betrachtet werden (da für die Darlehen die Mitgliedstaaten und nicht der EU-Haushalt aufkommen sollen), bedeutet dies eine Überdeckung von NGEU um das Fünf- bzw. Zehnfache.

Die weitreichende Überdeckung kann als Signal verstanden werden, dass zukünftig für neue Zwecke auf diese Schuldentilgungsfähigkeit zurückgegriffen wird. Auch wenn solch ein Vorgehen rechtlich mit hohen Hürden und mindestens einer Änderung des Eigenmittelbeschlusses verbunden wäre, ist dies nicht auszuschließen. Sowohl EZB-Präsidentin Christine Lagarde als auch der Präsident des Europäischen Parlaments David Sassoli hatten sich bereits für eine Verfestigung des Wiederaufbaufonds und eine dauerhafte europäische Schuldenaufnahme ausgesprochen.<sup>37</sup>

<sup>36</sup> Vgl. Heinemann (2021).

<sup>37</sup> Vgl. [www.reuters.com/article/us-ecbpolicy-lagarde/europe-mustnot-delay-cash-to-crisis-hit-economies-lagarde-tells-le-mondeidUSKBN2740GT](https://www.reuters.com/article/us-ecbpolicy-lagarde/europe-mustnot-delay-cash-to-crisis-hit-economies-lagarde-tells-le-mondeidUSKBN2740GT) sowie <https://www.welt.de/politik/ausland/article220417820/EU-Parlamentspraesident-Sassoli-Die-Regierungen-im-Norden-werden-ihre-Meinung-aendern.html>.

## 6 Die EZB zwischen erlaubter Geld- und unerlaubter Fiskalpolitik

Die EZB hat ein klares, eng definiertes, hierarchisches Mandat mit Priorität für Preisniveaustabilität. Sie ist in der Ausübung ihrer Geldpolitik formal unabhängig von politischer Einflussnahme. Die EZB betont, dass ihre politische Unabhängigkeit aus fünf Säulen besteht.<sup>38</sup> Demnach ist sie institutionell, persönlich, funktionell, finanziell und rechtlich unabhängig. Als Gegengewicht zur Zentralbankunabhängigkeit besteht für die EZB eine Rechenschaftspflicht gegenüber den europäischen Bürgern und ihren Volksvertretern. Auf dem Papier stellen dies grundsätzlich exzellente institutionelle Voraussetzungen für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik dar.

Für die Unabhängigkeit der EZB und die Glaubwürdigkeit ihrer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik ist es entscheidend, dass die Interessen von Staaten und Finanzdienstleistern die geldpolitischen Ziele der EZB nicht dominieren. Andernfalls droht eine Überschuldung im Euroraum

und ein Abwälzen von Schuldenlasten auf die Gemeinschaft. Die EZB sollte daher jeden Verdacht vermeiden, sie richte ihre Geldpolitik nicht an ihrem Mandat der Preisstabilität, sondern an der Verschuldung der Mitgliedstaaten aus.

Die extrem expansive Geldpolitik der vergangenen Jahre hat jedoch dazu geführt, dass Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der EZB immer stärker in Zweifel gezogen werden. Insbesondere die Anleihekaufprogramme der EZB bergen Sprengkraft für die Eurozone.<sup>39</sup> Die massiven und zunehmend selektiver vorgenommenen Staatsanleihekäufe führen dazu, dass sich die Geldpolitik der EZB immer mehr dem Verdacht der monetären Staatsfinanzierung aussetzt. Mittlerweile ist das Eurosystem (die EZB und die beauftragten nationalen Notenbanken) zum größten Gläubiger der Euro-Staaten geworden. In einigen Mitgliedstaaten wie Italien und Spanien machen die Staatsanleihen im Portfolio des Eurosystems fast 50 Prozent des BIP aus (vgl. Abbildung 15).

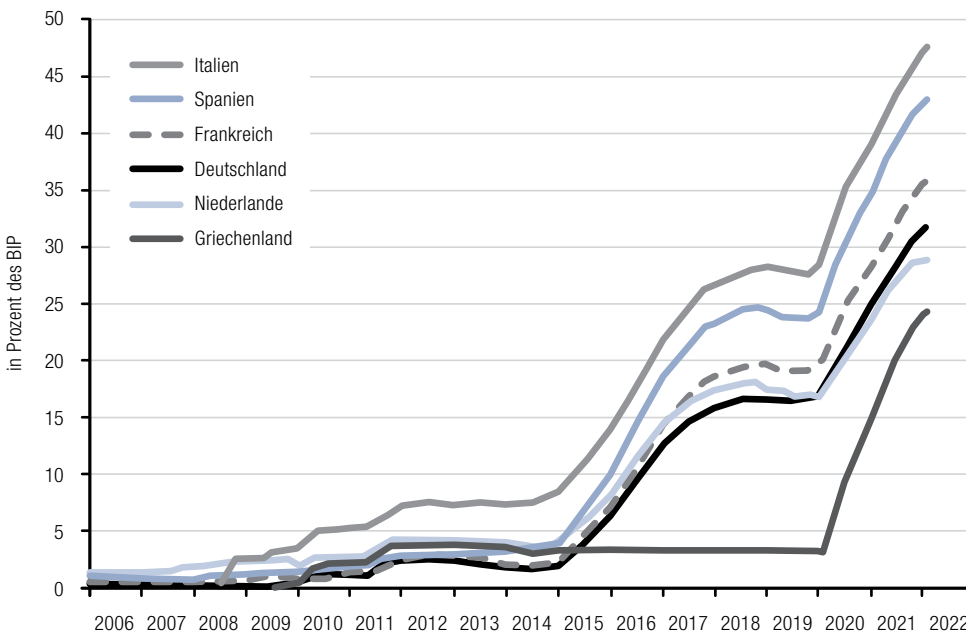


Abbildung 15: Europas Schulden in der Hand der EZB

Anteil der von Zentralbanken gehaltenen Staatsanleihen

Quelle: EZB, eigene Berechnungen.

<sup>38</sup> Vgl. [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb\\_independent.de.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb_independent.de.html).

<sup>39</sup> Vgl. König (2022).

Dies hat dazu geführt, dass die EZB zwei entscheidende „Garantien“ überschreitet, die gemäß dem PSPP-Urteil des BVerfG auf eine Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung hinweisen:

*„Vor allem die Ankaufobergrenze von 33% und die Verteilung der Ankäufe nach dem Kapitalschlüssel der EZB haben bislang verhindert, dass unter dem PSPP selektive Maßnahmen zugunsten einzelner Mitgliedstaaten getroffen wurden [...] und dass das Eurosystem zum Mehrheitsgläubiger eines Mitgliedstaats werden konnte. Sie sind insoweit die entscheidenden ‚Garantien‘, an denen sich die mangelnde Offensichtlichkeit eines Verstoßes gegen das Umgehungsverbot aus Art. 123 AEUV festmachen lässt.“*

(BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020, 2 BvR 859/15, Rn 217).

Die insbesondere durch die Corona-Pandemie stark ausgeweiteten Anleihekäufe legen nahe, dass die Ankaufobergrenze notenbankfähiger Anleihen von 33 Prozent bei einzelnen Anleihen überschritten wird. Das bringt die EZB in die heikle Position, dass ihr bei Umschuldungsverhandlungen aufgrund der seit 2013 gültigen Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) eine Sperrminorität zufallen würde. Die EZB wird dadurch zum strategischen Gläubiger, der eine geordnete Umschuldung eines Mitgliedstaates behindern kann. Auch von der zweiten Garantie, der Orientierung der Anleihekäufe am Kapitalschlüssel, weicht die EZB ab. Auf die größte Abweichung vom Kapitalschlüssel kommt Italien mit 1,3 Prozentpunkten im März 2022.<sup>40</sup>

Die Garantieüberschreitungen dürften in der Zukunft sogar noch zunehmen. Zwar hat die EZB bei ihrer regulären Ratssitzung am 9. Juni 2022 beschlossen, im Folgemonat immerhin die Nettokäufe in ihren Anleihekaufprogrammen zu beenden und die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte anzuheben. Allerdings beabsichtigt die EZB weiterhin, auslaufende Anleihen noch mindestens bis Ende 2024 durch neue Anleihen zu ersetzen und dabei „flexibel“ vorzugehen. Auslaufende Anleihen würden dann nicht mehr durch Anleihen des entsprechenden Landes ersetzt, sondern es würden vermehrt hochverzinsten Anleihen gekauft. Ziel der Umschichtung ist, die Wiederanlage fällig werdender Anleihen zu nutzen, um den Zinsanstieg in bestimmten hochverschuldeten Staaten wie Griechenland oder Italien zu bremsen.

Zudem hat die EZB in ihrer außerordentlichen Ratssitzung am 15. Juni 2022 verkündet, mit Nachdruck an einem neuen Instrument zu arbeiten, das das Auseinanderdriften der Renditen von Staatsanleihen im Euroraum eindämmen soll. Die EZB rechtfertigt diesen Schritt mit zunehmenden „Fragmentierungsrisiken“, die zu einer uneinheitlichen Transmission der Geldpolitik führen würden.<sup>41</sup> Die Fragmentierung sei nicht durch ökonomische Fundamentaldaten der Mitgliedstaaten gerechtfertigt, sondern spekulativ motiviert. Damit sollen rechtliche Bedenken ausgeräumt werden, dass das neue Anti-Fragmentierungsinstrument nicht zur Sicherung der Preisstabilität, sondern der Staatsfinanzen geschaffen wird.

Die EZB hat bislang noch keine plausible Rechnung vorlegen können, wie hoch „faire Spreads“ von Anleihen hochverschuldeter Staaten gegenüber den besonders sicher geltenden deutschen Bundesanleihen sind und wie man spekulative Zinsanstiege von fundamentalgetriebenen Zinsanstiegen objektiv und in Echtzeit voneinander unterscheiden kann. Einigen scheinen diese Unklarheiten durchaus entgegenzukommen. So hat der italienische Notenbankgouverneur Ignazio Visco bereits betont, dass er einen Spread von zwei Prozentpunkten bei zehnjährigen italienischen Staatsanleihen für zu hoch hält. Seiner Meinung nach sollten es weniger als 1,5 Prozentpunkte sein.<sup>42</sup>

Das neue Anti-Fragmentierungsinstrument dürfte auf zusätzliche selektive Anleihekäufe in großem Stil hinauslaufen. Selektive Anleihekäufe sind auch in dem 2012 eingeführten, aber bislang noch nicht in Anspruch genommenen OMT-Anleihekaufprogramm angelegt. OMT ist allerdings an Bedingungen geknüpft. So dürfen Anleihen im Rahmen von OMT nur dann gekauft werden, wenn der betroffene Staat ESM-Hilfen in Anspruch nimmt und im Gegenzug Reformen leistet. Die EZB hat mit OMT also bereits ein bestehendes Instrument, um Fragmentierungsrisiken zu begegnen. Allerdings ist die ESM-Konditionalität bei den Mitgliedstaaten unbeliebt. Beim neuen Anti-Fragmentierungsprogramm dürfte es daher weniger konditional zugehen. Man werde vonseiten der EZB alles Notwendige tun, um spekulativ getriebene Spreads zu begrenzen: „This commitment has no limits“, verkündete EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel.<sup>43</sup>

Unkonditionierte selektive Staatsanleihekäufe, die zudem von den Marktteilnehmern leicht antizipiert werden könnten, würden das Verbot der monetären Staatsfinanzierung ad ab-

40 Vgl. Birkholz und Heinemann (2022).

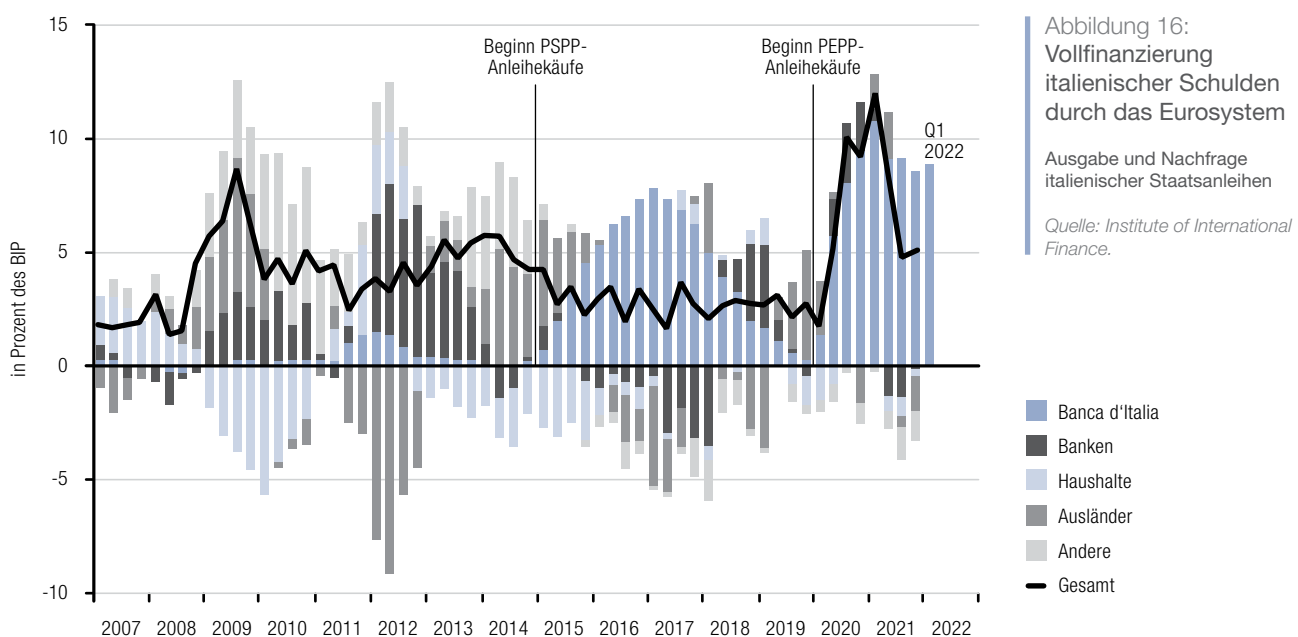
41 Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615~2aa3900e0a.de.html>.

42 Vgl. <https://www.reuters.com/markets/europe/italys-borrowing-costs-unjustifiably-high-ecbs-visco-2022-06-16/>.

43 Vgl. <https://www.reuters.com/markets/europe/no-limit-ecbs-fight-against-fragmentation-schnabel-2022-06-14/>.

surdum führen. Die EZB würde auf dem Sekundärmarkt noch stärker als bisher zum alleinigen Käufer bestimmter Staatsanleihen werden. Das Eurosystem ist bereits seit 2015 in einigen Staaten wie Italien die letzte Bastion für Staatsanleihekäufe (vgl. Abbildung 16). Seit mehreren Jahren wird die Neuverschuldung Italiens fast ausschließlich durch das Eurosystem am Sekundärmarkt finanziert. Private Anleger haben sich hin-

gegen fast vollständig vom italienischen Anleihemarkt zurückgezogen. Renditen von nur einem oder 1,5 Prozent scheinen den Investoren keine adäquate Risikobepreisung für Italiens Zahlungsfähigkeit zu sein. Dies erhöht den Druck auf die EZB, sich nicht ebenfalls von den Anleihekäufen zurückzuziehen. Dass Investoren die Bonitätsrisiken Italiens höher einstufen, dürfte sehr wohl durch Fundamentaldaten gedeckt sein.

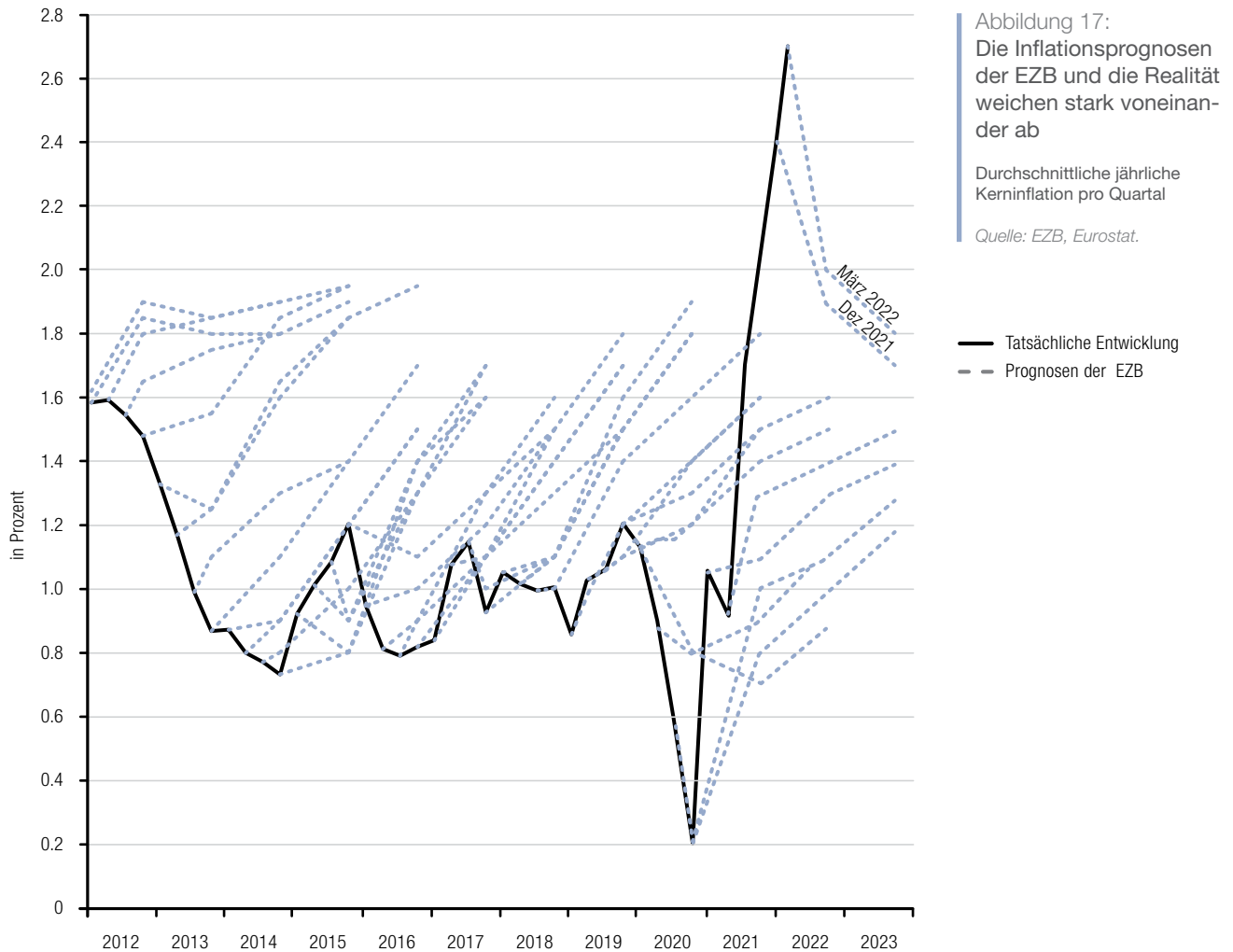


Es ist zu befürchten, dass die EZB bei der Bestimmung vermeintlich fairer Spreads ähnlich treffsicher vorgehen wird, wie bei der Erstellung der eigenen Inflationsprognosen. Bis zum Beginn der Corona-Pandemie lag die EZB mit ihren Inflationsaussichten stets viel zu hoch (vgl. Abbildung 17). Damit hatte die EZB lange ein Argument, um gegen eine angeblich viel zu geringe Inflation mit immer neuen Anleihekäufen und Negativzinsen vorzugehen. Seit 2021 hingegen unterschätzt die EZB ausnahmslos die Inflation. Zu lange hat die EZB an der Vorstellung festgehalten, dass die Inflation nur ein vorübergehendes Phänomen sei. Die EZB kam noch im Dezember 2021 sowie im März 2022 zu der Einschätzung, dass die Kerninflation mittelfristig knapp unter dem zweiprozentigen

Inflationsziel liegen würde. Dementsprechend sah sie keinen Anlass dazu, sich von ihrer extrem expansiven Geldpolitik zu verabschieden.

Dabei hätte die EZB schon viel früher Signale setzen müssen, damit sich Inflationserwartungen nicht entankern und Zweitrundeneffekte ausgelöst werden. Eine Entankerung der Inflationserwartungen vom Inflationsziel ist zumindest in Deutschland Realität. Wie die Deutsche Bundesbank im Juni 2022 berichtet, sind die Inflationserwartungen für die kommenden 12 Monate in Deutschland auf den Rekordwert von sieben Prozent gestiegen. Für die kommenden fünf Jahre beträgt die erwartete Inflation fünf Prozent und für die kommenden zehn Jahre 4 Prozent im Median.<sup>44</sup> Auch die Gefahr

44 Vgl. <https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/forschung/erwartungsstudie/inflationserwartungen-849084>.



einer Lohn-Preis-Spirale nimmt in Deutschland zu. Während diese Gefahr von manchen Ökonomen und Institutionen immer noch negiert wird, gehen Gewerkschaften wie IG Metall bereits mit Lohnforderungen von acht Prozent in die nächsten Lohnverhandlungen.<sup>45</sup>

Es ist auffällig, dass die EZB jahrelang lautstark vor zu niedriger Inflation gewarnt und eine entsprechend extrem expansive Geldpolitik praktiziert hat, während sie bei hoher Inflation viel zu spät reagiert. Die fiskalische Dominanz der

Geldpolitik der EZB scheint so ausgeprägt zu sein, dass selbst bei Rekordinflation der Spagat zur fiskalischen Stützung unternommen wird. Dies führt die EZB in ein Dilemma, da es bei anhaltend hoher Inflation immer schwieriger zu begründen sein wird, weshalb die EZB weiter Staatsanleihen kauft. Da hilft irgendwann auch kein Verweis mehr auf einen gestörten Transmissionsmechanismus oder auf ein „symmetrisches“ Inflationsziel, das eine längere Abweichung der Inflation vom Zielwert rechtfertigen soll.

45 Vgl. <https://www.igmetall.de/tarif/tarifunden/metall-und-elektro/metall-tarifkommissionen-fordern-8-prozent>.

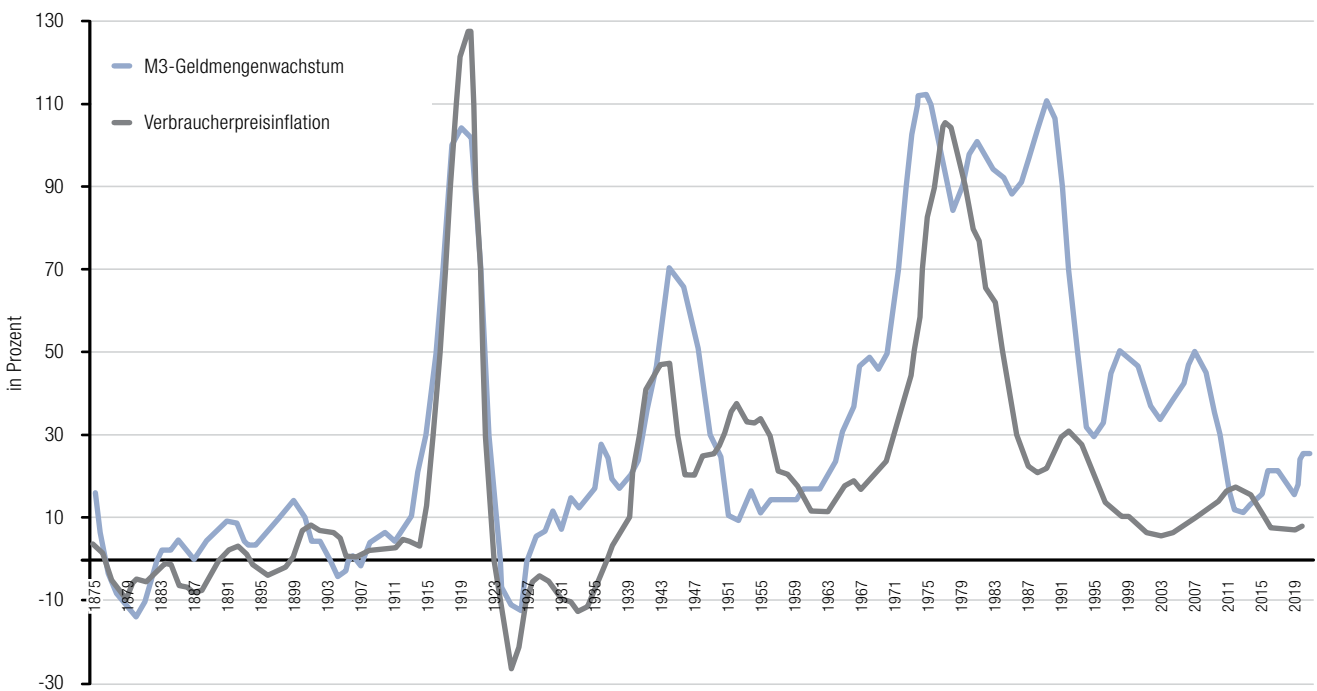
Im Juni 2022 beträgt die Inflation im Euroraum gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) 8,6 Prozent. In den baltischen Mitgliedstaaten ist die Inflation sogar auf Werte zwischen 19 und 22 Prozent gestiegen. Dabei war durchaus damit zu rechnen, dass sich die enorm gestiegene Geldmenge im Euroraum nicht nur bei Immobilien und an den Börsen in Inflation niederschlägt, sondern mittelfristig auch bei den Verbraucherpreisen. In jüngster Zeit wurde von man-

cher Seite vorschnell behauptet, Geldmenge und Inflation würden nicht miteinander korrelieren. Die vergangenen Jahre würden belegen, dass die Monetaristen um Milton Friedman im Unrecht seien mit ihrer Behauptung, dass mehr Geld im Umlauf im Regelfall höhere Preise bewirken würde. Allerdings zeigt ein Blick auf längere Zeitreihen, dass Geldmenge und Verbraucherpreisinflation sehr wohl stark miteinander korrelieren (vgl. Abbildung 18).

Abbildung 18:  
Geldmenge und Inflation hängen sehr wohl miteinander zusammen

Entwicklung der rollierenden 5-Jahreswerte des M3-Geldmengenwachstums (pro Kopf) und der Verbraucherpreisinflation im Vereinigten Königreich

Quelle: LynAlden.com, macrohistory.net, St. Louis Fed.



Wenn es nicht einmal gelingt, bei einer Inflationsrate von mehr als 8 Prozent das Zeitalter negativer Leitzinsen ohne zusätzliche Unterstützung fragiler Mitgliedstaaten zu beenden, muss die Frage gestattet sein, wie sich die EZB eine stabilitätsorientierte Geldpolitik für den Fall einer weiteren Zunahme der Inflation vorstellt. Die EZB ist kein Reparaturbetrieb für die Fehler nationaler Politik. Der permanente Versuch, mit immer neuen Instrumenten und Programmen die Euro-Staaten vor unliebsamen Reaktionen des Marktes schützen zu wollen,

ist nicht Aufgabe der EZB. Es ist gerade die Marktdisziplin, die Staaten vor einer Überschuldung schützen kann. Die EZB sollte daher Abstand von einem Anti-Fragmentierungsinstrument nehmen. Zudem wäre es ratsam, auch keine Anleihe-Umschichtungen zugunsten einzelner Staaten vorzunehmen, um sich nicht noch stärker der fiskalischen Dominanz auszusetzen. Stattdessen sollte die EZB die bestehenden Kaufprogramme allmählich zurückführen und die Bilanz abschmelzen. Die EZB wäre gut beraten, der stabilitätsorientierten Tradition

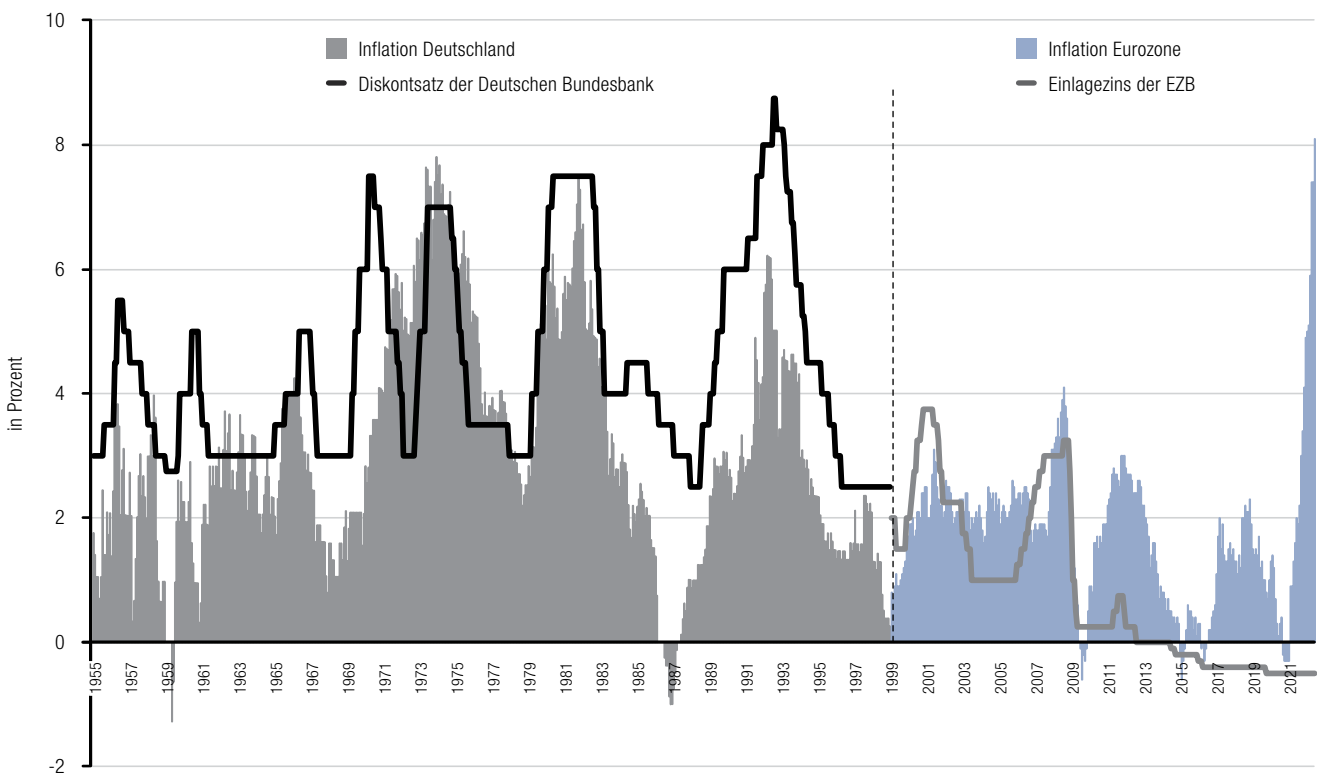
der Bundesbank wieder mehr Beachtung zu schenken und die Zinspolitik inklusive Zinsregeln stärker in den Mittelpunkt ihrer Geldpolitik zu stellen.<sup>46</sup> Denn auch bei der Zinspolitik befindet sich die EZB immer mehr auf Abwegen (vgl. Abbildung

19). Bleibt die EZB ihrem viel zu expansivem Kurs treu, werden auch weiterhin wichtige Reform- und Konsolidierungsbemühungen in den Mitgliedstaaten ausbleiben und Schuldenprobleme in der Eurozone nicht gelöst.

Abbildung 19:  
EZB-Zinspolitik auf Abwegen

1955-1998: Westdeutschland; bis 1961 Preisindex für Lebenshaltung von 4-Personen-Haushalten von Arbeitern und Angestellten mit mittlerem Einkommen, 1962-1991 Preisindex für alle privaten Haushalte, ab 1992 Verbraucherpreisindex. 1999-2022: Eurozone; Harmonisierter Verbraucherpreisindex; monatliche Inflationsraten im Vergleich zum Vorjahresmonat (letzter Stand: Mai 2022). Diskontsatz der Deutschen Bundesbank bis 1998, ab 1999 Zinssatz der EZB für die Einlagefazilität.

Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB.



46 Vgl. Kronberger Kreis (2021).

## 7 Schlussfolgerungen – Wie kann der gordische Schuldenknoten in Europa gelöst werden?

Prinzipiell gibt es zwei unterschiedliche Wege, wie die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion nachhaltige Staatsfinanzen erreichen kann. In beiden Fällen läuft es jeweils darauf hinaus, dass fiskalische Entscheidung und Haftung auf derselben Ebene angesiedelt sind (vgl. Abbildung 20). Eine Vermi-

schung der Ebenen, zu der es in den vergangenen Jahren zunehmend gekommen ist, mit vermehrter europäischer Haftung einerseits und weitestgehend nationaler Entscheidung andererseits, führt nur zu Fehlanreizen, die die Solidität der Staatsfinanzen und somit die Stabilität der Eurozone gefährden.

Abbildung 20:  
Logik der fiskalpolitischen Governance in der Eurozone

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2012).

		Fiskalische Haftung	
		national	europäisch
Fiskalische Entscheidung	national	Eigenverantwortliche Fiskalpolitik	Tendenz des Status quo
	europäisch	–	Zentralistische Fiskalpolitik

Die Kongruenz von fiskalischer Entscheidung und Haftung auf nationaler Ebene entspricht im Grunde dem, was bei der Konzeption der Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft angelegt war. Die Mitgliedstaaten betreiben in dieser Situation eine selbstbestimmte Fiskalpolitik, müssen aber im Gegenzug für die Konsequenzen ihrer Politik selbst geradestehen. Im Regelfall sorgt die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte dafür, dass kein Anreiz zu überhöhter Verschuldung besteht. Dies setzt voraus, dass die Risikobewertung von Staatsanleihen nicht verzerrt wird und die Refinanzierungszinsen die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung adäquat widerspiegeln. Daraus folgt in letzter Konsequenz die Inkaufnahme der Zahlungsunfähigkeit überschuldeter Mitglieder und, falls notwendig, als Ultima Ratio der Ausschluss eines Mitgliedstaates aus der Eurozone. Verbindliche Fiskalregeln können dabei helfen, diese Risiken zu minimieren. Sie sollten in wirtschaftlichen Normalzeiten zu möglichst ausgeglichenen öffentlichen Haushalten führen und es in Krisenzeiten den Staaten temporär ermöglichen, fiskalpolitisch gegenzusteuern. Um die Regelbindung zu erhöhen, sollte bei Regelüberschreitung die Sanktionierung weitestgehend automatisiert erfolgen. Diskretionäre Spielräume sollten dabei möglichst geringgehalten werden.

Demgegenüber steht das Konzept einer zentralistischen Fiskalpolitik. Die europäische Ebene haftet in diesem Szenario gemeinschaftlich für die Verschuldung, erhält dafür aber die Entscheidungsgewalt über die Verschuldungspolitik. Auch dieses Konzept kann zu insgesamt tragfähigen Schulden führen, würde aber erhebliche Souveränitätsverzichtes seitens der Mitgliedstaaten, ihrer Parlamente und Bürger erfordern. Eine zentral gesteuerte Fiskalpolitik muss die notwendigen Durchgriffsrechte erhalten, um in den einzelnen Mitgliedstaaten eine angemessene öffentliche Versorgung zu gewährleisten. Die nationalen Budgetrechte müssten dementsprechend auf die europäische Ebene übergehen.

Zur Vermeidung von makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb Europas würde es aber nicht ausreichen, allein die Fiskalpolitik zu zentralisieren. Die Vergemeinschaftung der Sozial- und Steuerpolitik wäre der logische nächste Schritt, um über die Ausgaben- und Einnahmeseite die Fiskalpolitik besser koordinieren zu können. Der europäische Zentralstaat wäre konsequenterweise das finale Integrationsziel.

Von einem solchen Zentralstaat ist Europa aber derzeit noch weit entfernt – trotz diverser Bestrebungen, der EU in der Sozial- und Steuerpolitik sukzessive mehr Kompetenzen



zu übertragen.<sup>47</sup> Für einen grundlegenden Umbau der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion hin zu einer Fiskalunion mit Budget- und Durchgriffsrechten oder gar zu einem europäischen Bundesstaat fehlt bislang nicht nur der Wille der nationalen Regierungen, die zwar gern die Kosten ihrer Entscheidungen, aber ungern ihre Entscheidungshoheit nach Europa verlagern möchten. Es fehlt derzeit vor allem die demokratische Legitimation für einen solch gravierenden Schritt. Wie das BVerfG in seinem Maastricht-Urteil<sup>48</sup> herausstellt, ist die EU als Staatenverbund der Völker Europas konzipiert, in dem die Staatsvölker der Mitgliedstaaten die Wahrnehmung hoheitlicher Aufgaben durch die EU über die nationalen Parlamente demokratisch zu legitimieren haben. Nach dem Demokratieprinzip müsse sich jede Wahrnehmung staatlicher Aufgaben auf das Staatsvolk zurückführen lassen und ihm gegenüber verantwortet werden, so das BVerfG. Dem Deutschen Bundestag müssten daher Aufgaben und Befugnisse von substanziellem Gewicht verbleiben.

In seinem Lissabon-Urteil<sup>49</sup> betont das BVerfG zudem, dass das Grundgesetz die für Deutschland handelnden Organe nicht dazu ermächtigt, durch einen Eintritt in einen Bundesstaat das Selbstbestimmungsrecht des Deutschen Volkes aufzugeben. Dieser Schritt sei allein dem unmittelbar erklärten Willen des Volkes vorbehalten. Das EU-Parlament könne nicht als repräsentatives Organ der Unionsbürger aufgefasst werden, da dessen degressiv proportionale Zusammensetzung das Prinzip der politischen Gleichheit durchbreche. Voraussetzung für einen europäischen Bundesstaat ist demnach die Schaffung einer neuen Verfassung für Deutschland und andere Mitgliedstaaten, inklusive der Durchführung neuer Referenden in den entsprechenden Ländern und einer Änderung der EU-Verträge.

Zudem ist es fraglich, ob selbst eine abgeschwächte zentralistische Fiskalpolitik mit nachgegliederten nationalen Finanzministerien mit dem im EU-Vertrag verankerten Subsidiaritätsprinzip vereinbar wäre. Das Subsidiaritätsprinzip setzt der Kompetenzwahrnehmung der EU eine grundsätzliche Schranke. Die EU darf demnach nur tätig werden, „sofern und soweit die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen von den Mitgliedstaaten weder auf zentraler noch auf regionaler oder lokaler Ebene ausreichend verwirklicht werden können“ (Art. 5 EUV). Es ist jedoch schwer vorstellbar, weshalb eine zentrale europäische Instanz besser als die nationale oder lokale Ebene beurteilen kann, welche konkrete Einnahme- und Ausgabenpolitik vor Ort angebracht ist. Bei einer

zentralistischen Fiskalpolitik drohen lokale Präferenzen weniger berücksichtigt zu werden, was zu einer zunehmenden Entfremdung zwischen regionaler Bevölkerung und zentraler Politik führen würde.

Für die hochverschuldeten Mitgliedstaaten ist es durchaus attraktiv, die im Sinne der fiskalischen Nachhaltigkeit unheilvolle Kombination aus nationaler Entscheidung und europäischer Haftung anzustreben. Auch für die EU-Institutionen scheint dieser Weg nicht unattraktiv zu sein, da bei jedem Schritt zu mehr Solidarhaftung die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die europäische Ebene mehr Verschuldungskompetenz und Macht zur fiskalpolitischen Koordinierung erhält. Dies kommt dem eher zweifelhaften Integrationsgedanken nahe, den der damalige Premier Luxemburgs und spätere Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker einmal äußerte:

*„Wir beschließen etwas, stellen das dann in den Raum und warten einige Zeit ab, was passiert. Wenn es dann kein großes Geschrei gibt und keine Aufstände, weil die meisten gar nicht begreifen, was da beschlossen wurde, dann machen wir weiter – Schritt für Schritt, bis es kein Zurück mehr gibt.“<sup>50</sup>*

(Jean-Claude Juncker, 1999)

Mit Blick auf die aufgezeigten Konstruktionsschwächen des gemeinsamen Währungsraums und die erfolgten Rettungsaktionen der vergangenen Jahre sollte die derzeitige Situation als Chance begriffen werden, die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion für die Zukunft krisenfest zu machen und zu einer echten Stabilitätsgemeinschaft fortzuentwickeln. Folgende Schlussfolgerungen lassen sich ableiten, die den gordischen Schuldenknoten in Europa lösen oder zumindest lockern können:

- 1. Fiskalische Verantwortung und Haftung zusammenführen:** Je weiter fiskalische Verantwortung und Haftung auseinanderfallen, desto leichter lassen sich Kosten einer übermäßigen Verschuldung auf die Währungsgemeinschaft überwälzen. Dies setzt Fehlanreize zu weiterer Verschuldung und führt dazu, dass unbequeme, aber gleichwohl notwendige Reformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und des Potenzialwachstums in den Mitgliedstaaten ausbleiben. Dies erhöht wiederum das Risiko, dass Schulden nicht mehr tragfähig werden. Damit wird die Stabilität der Eurozone gefährdet

47 Vgl. Bültmann-Hinz, König und Raddatz (2021).

48 Vgl. Bundesverfassungsgericht, Urteil vom 12. Oktober 1993 - 2 BvR 2134/92, 2 BvR 2159/92.

49 Vgl. Bundesverfassungsgericht, Urteil vom 30. Juni 2009 - 2 BvE 2/08.

50 Vgl. <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-15317086.html>.

und die Währungsunion in eine erpresserische Solidarhaftung gebracht. In der EU werden zunehmend Haftungsrisiken sozialisiert und Finanztransfers zementiert. Fiskalische Verantwortung und Haftung gehören deshalb auf die gleiche Ebene. Solange die EU als Staatenverbund und nicht als Bundesstaat konzipiert ist, muss das Budgetrecht auf nationaler Ebene verbleiben. Demzufolge sollten künftig Maßnahmen ausbleiben, die eine gemeinschaftliche Haftung implizieren. Es ist kontraproduktiv, wenn europäische Maßnahmen die Mitgliedstaaten sowohl von Marktkorrekturen als auch von politischen Reformverpflichtungen abschirmen.

## 2. Den Wiederaufbaufonds nicht als Europas Hamilton-Moment missverstehen:

Die Verschuldungskompetenz der Kommission im Rahmen ihres NGEU-Programmes ist bewusst volumenmäßig begrenzt und zeitlich befristet angelegt – und sollte es auch bleiben. NGEU ist als Kriseninstrument und nicht als schuldenfinanzierte Erweiterung der Kohäsionspolitik eingeführt worden. Kriseninstrumente sollten auf die Dauer der Krise beschränkt bleiben. Eine dauerhafte Verschuldungskompetenz der EU stünde in einem Spannungsverhältnis zur fiskalischen Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten. Die EU sollte auf eine Stabilitätsgemeinschaft und nicht auf eine Transfer- und Schuldenunion durch die Hintertür hinarbeiten. Demzufolge sollten auch die NGEU-Schulden den nationalen Haushalten angerechnet werden, da diese in letzter Konsequenz für diese haften. Des Weiteren sollte die Wirksamkeit von NGEU unabhängig und wissenschaftlich evaluiert werden, da sowohl bei den Netto-Empfängerländern als auch bei der Kommission selbst Anreize bestehen, dass die Bewertung zu positiv ausfällt, in der Hoffnung, dass es zu einem Folgeprogramm mit erneuter europäischer Schuldenaufnahme kommt.

## 3. Mehr Europa bei EU-Mehrwert:

Soll die Kommission weitere Kompetenzen erhalten, wäre es sinnvoll, „mehr Europa“ vor allem dort anzustreben, wo „europäischer Mehrwert“ entsteht. Gemäß dem Subsidiaritätsprinzip und fiskalföderalistischer Überlegungen sollte die europäische Ebene insbesondere in den Bereichen Binnenmarkt, Außenhandel, Verteidigung, Sicherheit und Klimaschutz verantwortlich sein. Bei Verteidigung und Klimaschutz ließen sich auch nationale Kosten einsparen, wenn diese Politikbereiche nicht auf nationaler, sondern auf europäischer Ebene angesiedelt wären. Beim Klimaschutz wird zudem häufig ausgeblendet, erstens, dass nationale Subventionen und kleinteilige Regelungen den Klimaschutz unnötig teuer machen und, zweitens,

dass der Großteil der notwendigen Investitionen nicht vom Staat, sondern von der privaten Seite erfolgen muss. Ohnehin machen staatliche Investitionen nur einen Bruchteil der gesamten Investitionen aus, sodass hier investitionsfreundliche Anreize – vorzüglich über einen einheitlichen CO<sub>2</sub>-Preis – und nicht staatliche Schulden im Vordergrund stehen sollten. Statt nach immer mehr Eigenmitteln zu rufen, sollte eine Repriorisierung und Umschichtung im EU-Haushalt erfolgen. Grundsätzlich sollte die EU ihr Motto „Einheit in Vielfalt“ stärker beherzigen und das Subsidiaritätsprinzip festigen, indem sie nicht den Anschein erweckt, immer mehr Macht nach Brüssel verlagern zu wollen.

## 4. Die Bindungswirkung europäischer Fiskalregeln erhöhen:

Fiskalregeln sind ein Eckpfeiler der Wirtschafts- und Währungsunion. Ihre Einhaltung trägt dazu bei, dass öffentliche Finanzen stabil bleiben und in der Krise fiskalischer Spielraum besteht. Für die Sicherstellung nachhaltiger Finanzen und die Unabhängigkeit der europäischen Geldpolitik ist es von zentraler Bedeutung, dass die Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts und des Fiskalvertrags nach der Beanspruchung der allgemeinen Ausnahmeklausel wieder angewendet werden. Eine verlässliche Einhaltung der europäischen Fiskalregeln kann vielmehr durch eine Entpolitisierung des Sanktionsverfahrens ohne diskretionäre Spielräume für die Politik erreicht werden. Die Regeleinhaltung muss transparenter und nachvollziehbarer werden. Dazu sollten die Fiskalregeln vereinfacht und Ermessensspielräume eingeschränkt werden. Die Überwachung der Fiskalregeln sollte von der Kommission auf eine unabhängige und neutrale Instanz wie den Europäischen Rechnungshof oder den Europäischen Fiskalausschuss übertragen werden. Bei Regelüberschreitung sollte eine automatische Sanktionierung erfolgen, die nicht nur monetärer, sondern auch politischer Natur sein könnte – etwa durch nationale Stimmrechtsentzüge in EU-Gremien. Zudem würde es die Marktdisziplin stärken, wenn die überschießende Verschuldung mit nachrangigen Anleihen finanziert werden müsste.

## 5. Mit einer staatlichen Insolvenzordnung zu mehr Marktdisziplin:

Der ESM sollte in Richtung eines staatlichen Insolvenzregimes weiterentwickelt werden. Eine Insolvenzordnung für Staaten entlang soweit wie möglich vorab bestimmter, objektiver Kriterien würde den politischen Druck zur Solidarhaftung erheblich reduzieren. Dies würde die Glaubwürdigkeit der europäischen Nicht-Beistandsregel verbessern und zu einer stärkeren Markt-

disziplinierung der Finanzpolitik führen. Ein geregelter Insolvenzmechanismus wäre ein wichtiges Instrument zur Krisenprävention. Die antizipierte Verlustbeteiligung der Gläubiger setzt für Investoren den Anreiz, die Ausfallrisiken von Staatsanleihen genauer abzuschätzen. Um auf den Finanzmärkten keine zusätzlichen Unsicherheiten hervorzurufen, sollte die Insolvenzordnung zügig beschlossen und zwingend ausgestaltet, aber erst nach einer Karenzzeit eingeführt werden. In diesem Zusammenhang sollte der finanzielle Nexus zwischen Staaten und Banken stärker durchtrennt werden, indem eine risikogewichtete Eigenkapitalhinterlegungspflicht für Staatsanleihen eingeführt wird und der Erwerb von Anleihen des Heimatstaates im Sinne einer größeren Risikostreuung begrenzt wird. Darüber hinaus können sogenannte Accountability Bonds sowie pfandbriefähnliche Staatspapiere zu mehr Marktdisziplin und Eigenverantwortung der Staaten beitragen.<sup>51</sup> Auf der einen Seite würden Accountability Bonds als nachrangige Staatsanleihen das Haftungsprinzip auf der Gläubigerseite stärken. Auf der anderen Seite würden die mit einem staatlichen Pfand zu hinterlegenden Pfandbriefe bei einer Umschuldung vorrangig behandelt und dadurch die Schuldnerseite stärken, die im Vorfeld weniger auf Finanzhilfen der Gemeinschaft angewiesen wäre. Pfandanleihen könnten als Vorstufe einer staatlichen Insolvenzordnung angesehen werden, bei der vorab klar geregelt ist, wer im Insolvenzfall haftet. Im Gegensatz zu einer vollumfassenden Staateninsolvenzordnung könnten diese unverzüglich eingeführt werden, ohne Turbulenzen auf den Finanzmärkten auszulösen.

- 6. Den Reformwillen der Mitgliedstaaten stärken:** Ein starkes Europa kann nur ein Europa starker Mitgliedstaaten sein. Mit einer gesteigerten wirtschaftlichen Produktivität aus den Schulden herauszuwachsen, gilt als Königsweg. Dafür sind nationale Strukturreformen unerlässlich. Auch wenn es im intrinsischen Interesse der Mitgliedstaaten liegen sollte, die eigene Wirtschaftskraft

und Haushaltsslage zu verbessern, zeigen genügend Beispiele in Europa, dass dies nicht erfolgt, unter anderem aufgrund polit-ökonomischer Gründe in den Mitgliedstaaten. Die EU könnte dazu übergehen, ihre bisherige Kohäsionspolitik an Strukturreformen zu knüpfen und bei Ausbleiben der Reformen die Finanzmittel aus dem regulären EU-Haushalt einzufrieren.

- 7. Stabiles Geld durch solide Finanzen:** Solide Finanzen sorgen dafür, dass die Geldpolitik frei von fiskalischer Dominanz handelt und mandatsgetreu der Preisstabilität nachgeht. Doch auch wenn ein Drittel der Euro-Staaten überschuldet ist, muss die EZB unabhängig agieren und die Inflation ohne Rücksicht auf die Staatsverschuldung zielstrebig und glaubwürdig angehen. Weitere Anleihekäufe oder Anleiheumschichtungen, etwa um eine zweifelhafte Anti-Fragmentierungspolitik zu betreiben, wären kontraproduktiv. Es sind vor allem steigende Zinsen, die der weiteren Verschuldung von Staaten einen Riegel vorschieben. Eine Rendite-Kontrolle durch die EZB wäre vor allem fiskalisch motiviert, was zurecht außerhalb des Mandats der EZB liegt. Fiskalpolitik gehört in die Hände demokratisch gewählter Volksvertreter. Mit dem OMT-Programm besitzt die EZB bereits ein nicht unumstrittenes Instrument, mit dem sie Fragmentierungsrisiken begegnen kann. Dies ist an Reformbedingungen seitens des ESM geknüpft und sollte im Krisenfall angewendet werden, anstatt immer neue Programme und Instrumente zu erfinden.
- 8. Den Binnenmarkt stärken:** Der gemeinsame Binnenmarkt mit seinen vier Grundfreiheiten ist die Erfolgsgeschichte der EU. Eine weitere Vertiefung des Binnenmarktes, beispielsweise der nach wie vor stark fragmentierten Kapitalmärkte, würde für größeres Gewicht auf den Weltmärkten, mehr Wettbewerb und Verbraucherfreundlichkeit innerhalb Europas und eine größere Rückversicherung und Resilienz in Krisenzeiten sorgen.

<sup>51</sup> Vgl. Fuest et al. (2016) sowie König (2016b).

## Literatur

- Alesina, A. und G. Tabellini** (1990), A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt, *Review of Economic Studies*, Vol. 57, S. 403-414.
- Birkholz, C. und F. Heinemann** (2022), Magnitudes and Capital Key Divergence of the Eurosystem's PSPP/PEPP Purchases – Update June 2022, ZEW Expert Brief No. 5.
- Blanchard, O.** (2019), Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, Vol. 109(4), S. 1197-1229.
- Bültmann-Hinz, B., König, J. und G. Raddatz** (2021), Einstimmigkeit oder qualifizierte Mehrheit? Beschlussfassung und Entscheidungsfindung in der EU, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik Nr. 159, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Bundesrechnungshof** (2021), Bericht nach §99 BHO zu den möglichen Auswirkungen einer gemeinschaftlichen Kreditaufnahme der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union auf den Bundeshaushalt (Wiederaufbaufonds), Bonn.
- Cadot, O., Röller, L.-H. und A. Stephan** (2006), Contribution to Productivity or Pork-barrel? The Two Faces of Infrastructure Investment, *Journal of Public Economics*, Vol. 90, S. 1133-1153.
- Deutsche Bundesbank** (1998), Stellungnahme des Zentralbankrates zur Konvergenzlage in der Europäischen Union im Hinblick auf die Dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht April 1998, 50. Jg., S. 17-40.
- Deutsche Bundesbank** (2020), Zur Aussagekraft nationaler Fiskalkennzahlen bei Verschuldung auf der europäischen Ebene, Monatsbericht, Dezember 2020, S. 39-48.
- Deutsche Bundesbank** (2022), Öffentliche Finanzen im Euroraum: aktuelle Herausforderungen, Monatsbericht, Juli 2022, S. 77-83.
- Deutscher Bundestag** (1998), Plenarprotokoll 13/230, Stenographischer Bericht, 230. Sitzung, 23. April 1998.
- Domar, E.D.** (1944), The Burden of the Debt and the National Income, *American Economic Review* 34, S. 798-827.
- Dorn, F. und C. Fuest** (2021), Corona-Aufbauplan: Bewältigungsprobe für den Zusammenhalt in der EU? Ifo Schnelldienst 2/2021, 74. Jahrgang, S. 3-8.
- Europäische Kommission** (2012), The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Brüssel, März 2012.
- Europäische Kommission** (2020), Pandemic Crisis Support – Eligibility assessment, Annex II – Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States, Brüssel, Mai 2020.
- Europäische Kommission** (2022), Fiscal Sustainability Report 2021, Brüssel, April 2022.
- Feld, L.P.** (2011), Krise der Staatsfinanzen: Institutionelle Rahmenbedingungen für eine solide Finanzpolitik, in: T. Theurl (Hrsg.), Institutionelle Hintergründe von Krisen, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 332, Duncker & Humblot, Berlin, S. 19 – 56.
- Feld, L.P.** (2020), Rekordschulden in der Coronakrise – kann sich der deutsche Staat das leisten? Ifo Schnelldienst 8/2020, 73. Jahrgang, S. 3-6.
- Fuest, C. und J. Becker** (2017), Der Der Odysseus-Komplex Ein pragmatischer Vorschlag zur Lösung der Eurokrise, Hanser-Verlag, München.
- Fuest, C., Heinemann, F. und C. Schröder** (2016), Reformen für mehr fiskalische Eigenverantwortung der Euro-Staaten: Das Potenzial von „Accountability Bonds“, Studie für die Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft.
- Gaul, C.-M.** (2009), Konjunkturprogramme in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland: Einordnung und Bewertung der Globalsteuerung von 1967 bis 1982: Info-Brief, Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages, Berlin.
- Heinemann, F.** (2021), Next Generation EU: 750 Milliarden Euro suchen einen Sinn. Ifo Schnelldienst 2/2021, 74. Jahrgang, S. 8-12.
- Holtfrerich, C.-L., Feld, L.P., Heun, W., Illing, G., Kirchgässner, G., Kocka, J., Schularick, M., Streeck, W., Wagschal, U., Walter, S. und C.C.v. Weizsäcker** (2015), Staatsschulden: Ursachen, Wirkungen und Grenzen. Nationale Akademie der Wissenschaften Leopoldina, Halle (Saale).
- Hüther, M. und J. Südekum** (2020), Die Schuldenbremse nach der Corona-Krise. *Wirtschaftsdienst*, 100. Jahrgang, Heft 10, S. 746-752.
- König, J.** (2016a), Von der Währungs- zur Transferunion, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik Nr. 132, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- König, J.** (2016b), Staatsschuldenkrise in Europa nachhaltig angehen, Kurzinformation, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- König, J.** (2020), EU-Stabilität nach Corona – Subsidiarität und Solidarität, Auf den Punkt Nr. 03, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- König, J.** (2022), EZB-Anleihekäufe: Sprengkraft für die Eurozone, Kurzinformation, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Kronberger Kreis** (1983), Mehr Mut zum Markt, Kronberger Kreis-Studie Nr. 1, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Kronberger Kreis** (2012), Wie viel Koordinierung braucht Europa?, Kronberger Kreis-Studie Nr. 55, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Kronberger Kreis** (2016), Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen, Kronberger Kreis-Studie Nr. 61, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Kronberger Kreis** (2021), Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Was geändert werden sollte und was nicht, Kronberger Kreis-Studie Nr. 67, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Lenz, F.** (2020), Corona-Schulden – Eine Last für zukünftige Generationen?, Positionspapier Nr. 11, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Mauro, P. und J. Zhou** (2021),  $r-g < 0$ : Can We Sleep More Soundly? *IMF Economic Review* 69, S. 197-229.
- Meyer, D.** (2018), Schuldenerleichterungen für Griechenland – ein Überblick, *Wirtschaftsdienst*, 98. Jahrgang, Heft 6, S. 405-410.
- Pamies, S., Carnot, N. und A. Patarau** (2021), Revisiting the Link between Government Debt and Sovereign Interest Rates in the Euro Area. *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 20(4), S. 39-46.
- Perotti, R. und Y. Kontopoulos** (2002), Fragmented Fiscal Policy, *Journal of Public Economics*, Vol. 86, S. 191-222.
- Raffelhüschens, B., Rudolph, K. und S. Will** (2021), Ehrbare Staaten? Update 2021 – Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik Nr. 160, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Rogoff, K.** (2021), Fiscal Sustainability in the Aftermath of the Great Pause, *Journal of Policy Modelling*, Vol. 43, S. 783-793.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung** (2019), Den Strukturwandel meistern, Jahresgutachten 2019/2020, Wiesbaden.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung** (2021), Transformation gestalten: Bildung, Digitalisierung und Nachhaltigkeit, Jahresgutachten 2019/2020, Wiesbaden.
- Schneider, F. und B. Boockmann** (2022), Die Größe der Schattenwirtschaft – Methodik und Berechnungen für das Jahr 2022, Linz und Tübingen.
- Schuknecht, L.** (2020), *Public Spending and the Role of the State*. Cambridge University Press.
- Schuknecht, L.** (2022), Public Debt – The EU Perspective. *CESifo Forum* 1/2022, Volume 23, S. 9-16.
- Sievert, O.** (1992), Geld, das man nicht selbst herstellen kann: Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Währungsunion, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. September 1992; wieder abgedruckt in: Peter Bofinger, Stephan Collignon und Ernst-Moritz Lipp (Hrsg.), *Währungsunion oder Währungschaos?*, Gabler, Wiesbaden 1993, S. 13 – 24.
- Sinn, H.-W.** (2015), Die griechische Tragödie, Ifo Schnelldienst, Sonderausgabe Mai 2015.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen** (2012), Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone, Gutachten 02/2012, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft** (1983), Konjunkturpolitik, neu betrachtet, Gutachten Nr. 38, Bundesministerium für Wirtschaft, Berlin.

## Executive Summary

Europa steuert auf ein massives staatliches **Schuldenproblem** zu. Sieben von 19 Mitgliedstaaten der Eurozone haben inzwischen eine Schuldenquote von mehr als 100 Prozent. In Italien übersteigen die Staatsschulden das Bruttoinlandsprodukt um das Eineinhalbfache, in Griechenland sogar um das Zweifache. Mittlerweile nimmt auch die Europäische Kommission in großem Umfang Schulden für die Mitgliedstaaten auf, ohne jedoch deren Rückzahlung gesichert zu haben. Vor dem Hintergrund **steigender Zinsen** und einer sich andeutenden **globalen Rezession** wachsen die **Sorgen vor einer erneuten Staatsschuldenkrise in Europa**. Dabei war die Krise nie wirklich überwunden und es nur eine Frage der Zeit, wann die **hausgemachten Probleme** wieder deutlicher zutage treten.

Hausgemacht sind einerseits eine zu **geringe Wettbewerbsfähigkeit, zu hohe Staatsausgaben und eine zunehmende Reformmüdigkeit** in einigen europäischen Staaten. Die historisch niedrigen Zinsen haben selten zu produktivitätssteigernden Investitionen geführt und unliebsame Reformen wurden oftmals lieber in die Zukunft verlagert. Dabei hatten die europäischen Institutionen mit kreativen Begründungen den Mitgliedstaaten mehr Zeit für Reformen erkaufte. Andererseits liegt hierin ein **Kern des Problems**. Die **Politisierung der Fiskalregeln durch die Kommission** und die **anhaltende Krisenpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB)** erhöhen weder die Bindungswirkung gemeinsamer Regeln noch deren Anreizwirkung zu solider Haushaltspolitik und Reformen.

Die europäischen Schuldenquoten und der jährliche Bruttofinanzierungsbedarf werden jedes Jahr aufs Neue von der Europäischen Kommission als tragfähig bewertet und mit **optimistischen Prognosen** versehen. Zu viel Optimismus ist allerdings trügerisch – vor allem, wenn er sich schon in der Vergangenheit mehrfach nicht bewahrheitet hat und Prognosen wiederholt revidiert werden mussten. Unter realistischeren Annahmen mit nur leicht erhöhten Zinsen wird schnell deutlich, dass einige Staaten – allen voran Italien – **von tragfähigen Staatsschulden weit entfernt** sind. Dadurch steigt der Druck auf Kommission und EZB, ihre eigentlichen Aufgaben – nämlich Regeln zu überwachen und für Preisniveaustabilität zu sorgen – erneut hintenanzustellen

und entgegen ihrem Mandat die Krisenstaaten mit weiteren EU-Schulden und billigem Notenbankgeld zu versorgen. Schulden sollen nunmehr mit noch mehr Schulden bekämpft werden. **Paternalistische Fürsorge** und **einseitige „Solidarität“** sind jedoch kein nachhaltiges Konzept, sondern führen die Wirtschafts- und Währungsunion nur weiter weg von der einst versprochenen **Stabilitätsgemeinschaft**.

Prinzipiell gibt es zwei Optionen, wie Europa nachhaltige Staatsfinanzen erreichen und den gordischen Schuldenknoten durchtrennen oder zumindest etwas lösen kann. Beide laufen darauf hinaus, **fiskalische Entscheidung und Haftung auf derselben Ebene** – national oder europäisch – anzusiedeln. Die Mehrheit der europäischen Bürger, Parlamente und Regierungen ist jedoch zögerlich im Hinblick auf eine weitergehende Übertragung elementarer Entscheidungs- und Durchgriffsrechte auf die europäische Ebene. Europäisierung ist allenfalls bei der Vergemeinschaftung von Kosten und Risiken populär. Solange dies der Fall ist, sollten **Subsidiarität und Marktdisziplin** wieder stärker im Vordergrund stehen. Das Motto der EU **„Einheit in Vielfalt“** muss wieder mit Leben gefüllt werden. Zudem sollten die Kommission als Hüterin der Verträge und die EZB als Hüterin der Preisstabilität wieder glaubwürdiger in Aktion treten. Es ist nicht zu verantworten und gegenüber anderen Staaten der Währungsgemeinschaft unsolidarisch, wenn durch europäische Maßnahmen die Krisenstaaten sowohl von **Marktkorrekturen** als auch von **Reformverpflichtungen abgeschirmt** werden.

**Europa kann so viel mehr** und sollte vor allem dort mehr Verantwortung erhalten, wo **„europäischer Mehrwert“** entsteht. Ein solcher eröffnet sich in Bereichen wie Binnenmarkt, Außenhandel, Verteidigung, Sicherheit und Klimaschutz, die die EU effizienter angehen kann als die Mitgliedstaaten, allerdings nicht in Form einer **Schuldunion**, die die Nationalstaaten aus jeglicher Haftung nimmt. Es gilt vor allem, den Reformwillen in den Mitgliedstaaten zu stärken. So paradox und „toxisch“ es sich für manche anhören mag: Gerade in hochverschuldeten Staaten dürften in erster Linie **höhere Zinsen und eine glaubwürdige Anwendung von Fiskalregeln** dafür sorgen, dass **Reformemifer, Wirtschaftswachstum und Finanzsolidität** zurückkehren, wodurch sich der **gordische Schuldenknoten in Europa nachhaltig lockern** lassen würde.