

Stadler, Wilfried

**Article**

## Europas Finanzarchitektur im Umbruch

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Stadler, Wilfried (2023) : Europas Finanzarchitektur im Umbruch, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Sciendo, Warsaw, Vol. 103, Iss. 2, pp. 137-143, <https://doi.org/10.2478/wd-2023-0037>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/271700>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Wilfried Stadler\*

## Europas Finanzarchitektur im Umbruch

Seit der Finanzkrise 2008 unterliegen die Europäischen Volkswirtschaften einer nahezu permanenten, im übertragenen Sinn „intensivmedizinischen“ Behandlung mit unkonventionellen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen. Die von der EZB praktizierten, aus der Not dicht aufeinanderfolgender Krisen geborenen Therapien erwiesen sich dabei – gemessen am Hauptziel, die Eurostaaten vor den ärgsten Folgeschäden unerwarteter systemischer Schocks zu bewahren – als durchaus erfolgreich. Auch die zu deutlich erhöhten Staatsschuldenquoten führenden fiskalischen Sonderprogramme erfüllten ihren stabilisierenden Zweck. Dennoch stoßen sowohl die geldpolitischen als auch die fiskalpolitischen Medikationen an systemische Grenzen.

Der Eintritt Kroatiens in die Eurozone als deren zwanzigstes Mitgliedsland zu Beginn 2023 ruft gerade in politisch wieder so unruhigen Zeiten die Erinnerung an die Gründungsjahre der Währungsunion im Gefolge des Falls des Eisernen Vorhangs wach. Von diesem bis kurz zuvor von niemandem ernsthaft erwarteten Ereignis gingen damals entscheidende Impulse für eine Neuordnung des europäischen Institutionengefüges aus. Die meisten Staaten des ehemaligen „Ostblocks“ ergriffen nach 1989 die Chance, selbstbestimmte Mitglieder einer erweiterten Europäischen Union zu werden. In mehreren Reformetappen des europäischen Verfassungswerks suchte man den Erfordernissen dieser ständig mit der Gefahr einer Überdehnung verbundenen Erweiterung gerecht zu werden.

Wie optimistisch die Grundstimmung dieser Jahre war, zeigt der 1992 im Vertrag von Maastricht – begleitend zur Ermöglichung des Binnenmarktes – festgehaltene Beschluss, eine Gemeinschaftswährung zu schaffen.<sup>1</sup> Auch wenn dabei das Bedürfnis, Deutschland nach der geglückten Osterweiterung durch die Aufgabe der eigenen Währung machtpolitisch in Zaum zu halten, eine Nebenrolle gespielt haben mag: viel entscheidender war der allseitige Wille zur europäischen Einigung. Sämtliche Teilnehmerstaaten teilten die Erwartung einer durch die Gemeinschaftswährung begünstigten Konvergenz der europäischen Volkswirtschaften mit dem Result

at einer sich mit dem Lauf der Zeit weitgehend von selbst herausbildenden Fiskalunion (Ever closer union).

Nur mit diesem – wenn auch fernen – Zielfoto vor Augen war es verantwortbar, sich auf das wirtschaftsgeschichtlich einzigartige Großexperiment einer Gemeinschaftswährung einzulassen, deren Geldpolitik über eine gemeinsame Zentralbank gesteuert wird, während mit Ausnahme des regulären europäischen Haushalts alle Budgetangelegenheiten bis auf weiteres in nationaler Verantwortung bleiben. Um die Funktionstüchtigkeit des gewagten Konstrukts sicherzustellen, schuf man mit den „Maastricht-Kriterien“ gemeinsame Spielregeln zur Sicherstellung der Budgetdisziplin.

Als der Vertrag von Maastricht ausverhandelt wurde, herrschte ein volkswirtschaftliches Umfeld, das maßgeblich zur höchst pragmatischen Festlegung der seit damals geltenden Defizitregeln beitrug: bei einem durchschnittlichen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 3 % und der damaligen durchschnittlichen Verzinsung von Staatsanleihen in Höhe von etwa 5 % ließ sich eine Obergrenze von 60 % Anteil der Staatsschulden bei einer jähr-

1 Der Vertrag von Maastricht wurde am 7. Februar 1992 unterzeichnet und trat am 1. November 1993 in Kraft.

© Der/die Autor:in 2023. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht ([creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de)).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

\* Alle Texte des Mit-Herausgebers der Wochenzeitung DIE FURCHE finden sich auf <https://www.wilfried-stadler.com/>.

**Dr. Wilfried Stadler** ist Honorarprofessor für Wirtschaftspolitik an der WU Wien und Vorsitzender des Industriewissenschaftlichen Instituts. Bis Mitte 2009 war der in mehreren Aufsichtsräten mitwirkende Ökonom und Publizist Vorstandsvorsitzender einer österreichischen Investitionsbank.

lichen Nettoneuverschuldung von 3% stabil halten. So die mit der Zeit zum Dogma gewordene Daumenpeilung.

Beobachtet man im Rückblick die Entwicklung der Staatsschuldenquoten seit dem Start der Währungsunion 1999, zeigt sich ein zunächst tatsächlich konvergentes Bild. Die in den Jahren zuvor noch meist weit auseinanderklaffenden Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der nunmehrigen Mitgliedstaaten näherten sich weitgehend an. Das Vertrauen der nationalen wie internationalen Gläubiger in den Zusammenhalt der neuen Währung war offensichtlich groß. Erst die Finanzkrise 2007/2008 unterbrach diese trotz einiger – aus heutiger Sicht geringfügiger – Abweichungen von den Maastricht-Regeln, insgesamt aber ein drucksvolle Performance in höchst unsanfter Weise.

### Finanzkrise 2008: der erste systemische Schock

Die Notenbanken leisteten im Unterschied zur Finanzkrise der Dreißigerjahre des vorigen Jahrhunderts sofortige und wirksame Erste Hilfe, indem sie als „Lender of last resort“ rasch für ausreichende Liquidität sorgten und einvernehmlich die Leitzinsen senkten. Ohne diese entschlossene, koordinierte Intervention der maßgeblichen Zentralbanken wäre es aufgrund des nach der Lehman-Pleite abrupt verloren gegangenen Zwischenbanken-Vertrauens zu einem globalen Zusammenbruch der Finanzmärkte gekommen. Ergänzend dazu sorgten die Einlage-Garantien der Regierungen dafür, dass es zu keinem „Bank Run“ der um ihr Erspartes bangenden Bankkunden kam. Auf diese Weise konnte eine zweite Weltwirtschaftskrise erfolgreich verhindert werden.

Allerdings führten Folgekosten von Bankenrettungen, Wachstumseinbruch und Konjunkturpaketen in den Eurostaaten zu einer im Durchschnitt mehr als 4%igen Steigerung der an der jeweiligen Wirtschaftsleistung gemessenen Staatsschuldenquote. Erstmals wurden damit die Grenzwerte gemäß den Maastricht-Kriterien aufgrund eines externen Schocks ausgehebelt.

Weil diese dramatischen Folgewirkungen der Finanzkrise im Euro-Drehbuch nicht vorgesehen waren, musste auf offener Weltbühne improvisiert werden, um durch die Schaffung eines zunächst provisorischen, gemeinschaftlichen Rettungsschirms (EFSF)<sup>2</sup> und Nachbesserungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) das Auseinanderbrechen der Eurozone zu verhindern. Als zur Jahreswende 2009/2010 die bis dahin geschönte Schul-

2 Der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSF) wurde als zunächst temporäres Notfinanzierungsprogramm ins Leben gerufen, dessen Refinanzierung über die Finanzmärkte durch Garantien der EU sichergestellt wird. 2013 wurde er durch den dauerhaften Hilfsmechanismus ESM abgelöst.

densituation Griechenlands öffentlich wurde und die Staatsschulden quer durch Europa massiv anstiegen bei zugleich immer weiter auseinanderklaffenden Anleihekosten, stellte sich mit einem Mal die bis dahin absolut undenkbare Frage, ob nicht auch ein der Eurozone angehörender Staat zahlungsunfähig werden könne.

Offensichtlich hatte man bis dahin die Ansteckungsgefahren zwischen Eurostaaten unterschätzt, in denen sich zugleich auch die Firmensitze gefährdeter Großbanken befanden, deren Bilanzsummen nicht selten höher waren – und bis heute sind – als das jeweilige BIP. Da Europa im Unterschied zu den USA budgetpolitisch nun einmal keinen einheitlichen Währungsraum darstellt und daher Probleme einzelner Banken den jeweiligen Wohnsitzstaaten zur Last fallen, entstand daraus ab Beginn der Eurokrise eine sich rasch verschärfende Bedrohungslage.<sup>3</sup> Ein vergleichbares Problem kann sich in den USA nicht stellen, da diese im Unterschied zu Europa nicht nur eine Geld-, sondern auch eine Fiskalunion bilden.

### Notfallmedizin in der Staatsschuldenkrise

Als die Renditen der Staatsanleihen höher verschuldeter Eurostaaten gegenüber jenen für Deutsche Bundesanleihen in einem Ausmaß divergierten, das den Zusammenhalt der Eurozone ernsthaft gefährdete, kam es zur Jahresmitte 2012 zum koordinierten Einsatz tauglicher Instrumente sowohl der EZB als auch der EU, mit denen internationalen Gläubigern Klarheit darüber gegeben wurde, dass Mitgliedstaaten der Eurozone und deren Banken nicht im Stich gelassen werden. Den Startschuss dazu gab der damalige EZB-Präsident Mario Draghi mit seinem berühmt gewordenen Statement „We will do whatever it takes to preserve the Euro“.<sup>4</sup> Er verband dieses Versprechen zunächst mit einem Sonder-Refinanzierungsprogramm für Großbanken<sup>5</sup>. Komplementär dazu etablierte die EU anstelle des bis dahin eingesetzten provisorischen Rettungsinstruments EFSF den permanenten Schutzschirm ESM<sup>6</sup>. Dieser dauerhaft eingerichtete Konsolidierungsfonds mit gemeinschaftlicher Anleiherefinanzierung diente in der Folge vorübergehend in budgetäre Schieflagen geratenen Mitgliedstaaten als Überbrückungshilfe. Schließlich kam

3 Mervyn King (2010), ehemaliger Gouverneur der Bank of England, meinte dazu treffend: „Banks are global in life, but national in death“.

4 Die vollständige Version des anlässlich einer Finanztagung in London am 26. Juli 2012 geäußerten Satzes lautet: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.“

5 Mit dem Instrument der „targeted longer-term refinancing operations“ (TLTRO) verfolgte die EZB das Ziel, das Kreditgeschäft der Banken durch Gewährung zinsfreier Refinanzierungen zu forcieren.

6 Der ESM beruht auf einem völkerrechtlichen Vertrag zwischen den Mitgliedstaaten der Eurozone, d. h. er ist rechtlich unabhängig von der EU. Bisher durch den EFSF und den ESM unterstützte Staaten sind Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern.

es ab 2015 im Rahmen des „Asset Purchase Program“ (APP) zu einer massiven Steigerung der Anleihekäufe.

Der zeitlich verzögerte Einsatz all dieser Maßnahmen erwies sich allerdings als äußerst kostspielig. Noch heute sind die Budgets höher verschuldeter Euro-Mitgliedstaaten mit den überhöhten Zinskosten von damals belastet. Dennoch erwiesen sich die ergriffenen Maßnahmen letztlich als wirksam und trugen zu einer weitgehenden Normalisierung der Konjunktur- und Schuldenlage in den Folgejahren bei. Die Budgetsalden des Jahres 2019 wiesen zur allgemeinen Erleichterung wieder auf eine unbestreitbare fiskalische Konsolidierung quer durch den Euroraum hin.

### Coronapandemie: der nächste Schuldenschock

Mit dem Ausbruch der Coronapandemie folgte ab März 2020 jedoch ein nächster unvorhersehbarer, externer Schock für die Volkswirtschaften des Euroraums und damit zugleich auch für deren Gemeinschaftswährung. Die damit verbundene neuerliche Erhöhung der Staatsverschuldung in allen Eurostaaten führte zur vorläufigen Aussetzung der Schuldenregeln. Notenbankpolitisch leistete man sich diesmal keine Verzögerungen mehr. Im Bewusstsein der Risiken einer latenten Ansteckungsgefahr der durch Zwischenbanken-Schuldbeziehungen und Staatsanleihen anderer Mitgliedsländer verflochtenen Eurostaaten fanden die im Zusammenspiel von EZB und den EU-Institutionen mittlerweile erprobten geldpolitischen Medikationen sofortige Anwendung.

Nachdem es bereits innerhalb weniger Tage nach Bekanntwerden der Epidemie zu einem ersten Auseinanderdriften der Anleiherenditen höher verschuldeter Staaten wie Griechenland oder Italien im Vergleich zur Benchmark deutscher Bundesanleihen gekommen war, fiel ohne Zögern innerhalb kürzester Zeit unter Federführung von Präsidentin Christine Lagarde die Entscheidung für ein umfassendes Anleihe-Ankaufprogramm. Es gelang damit, das Vertrauen der internationalen Gläubiger innerhalb kürzester Zeit zurückzugewinnen, was seinen Ausdruck darin fand, dass sich die Anleiherenditen nach wenigen Tagen wieder auf das ursprüngliche Niveau zurückentwickelten.<sup>7</sup>

Das mit 750 Mrd. Euro bewusst großzügig dimensionierte „Pandemic Emergency Purchase Programme“ (PEPP) wurde von den Finanzmärkten als eine Bekräftigung des Euro-Zusammenhalts wahrgenommen und hatte umgehend den erwünschten Effekt eines Rückgangs der Anleiherenditen der betroffenen Staaten auf das ursprüngliche

Niveau.<sup>8</sup> Mitentscheidend dafür war der Beschluss, in Abweichung von den bis dahin geltenden Bestimmungen Anleihen von Euro-Mitgliedsländern auch dann anzukaufen, wenn sie mehr als ein Drittel von deren jeweiligen Staatsschulden ausmachen. Die – zunächst vorübergehende und auf Dauer des PEPP begrenzte – Aufhebung der 33%igen Obergrenze trug entscheidend zur Festigung des Vertrauens in den Zusammenhalt der Eurozone bei. In der Folge kam es zu einer zweimaligen Aufstockung des PEPP auf ein Gesamtvolumen von 1.850 Mrd. Euro. Zusätzlich wurde der ESM ermächtigt, ohne weitere Auflagen Darlehen in einer Höhe von bis zu 2 % des BIP an vom Coronavirus betroffene Mitgliedstaaten in einem Gesamtrahmen von 240 Mrd. Euro für Investitionen ins Gesundheitssystem auszugeben.

Allerdings kam es unter dem in dieser ersten Phase der Pandemie herrschenden Handlungsdruck auch zu einer gravierenden, von der Medienöffentlichkeit wenig beachteten Erste-Hilfe-Panne an genau jenem 13. März, an dem die WHO Europa zum Zentrum der Pandemie erklärte. Damals trat die alarmierte EU-Kommission zusammen und strickte mit heißer Nadel ein Sonderprogramm (Coronavirus Response Investment Initiative/CRII) in Höhe von 37 Mrd. Euro. Das so überraschende wie offensichtlich kontraindizierte Ergebnis der Schnellverteilung: Italien, das im März am schwersten von den COVID-19-Folgen betroffene Mitgliedsländ, erhielt daraus als Soforthilfe 6,8 Mrd. Euro, was etwa 0,35 % seines BIP entspricht. Dem von Corona kaum betroffenen Ungarn hingegen wurden gleich 5,6 Mrd. Euro oder 4 % seiner Wirtschaftsleistung zugeteilt. Die Erklärung der EU-Kommission für diese überhastete Entscheidung: man habe, um rasch zu agieren, bloß bisher unverbrauchte Mittel aus dem Kohäsionsfonds umgewidmet, deren üblicher Aufteilungsschlüssel nun einmal in keinem Zusammenhang mit der aktuellen Krise steht.

### Ringens um das Corona-Hilfspaket der EU

Aus der Sicht der Gläubiger von Eurostaaten waren und sind die Anleihe-Ankaufprogramme der EZB für die Stabilität des Euro wichtiger als alle budgetären Sonderdotationen. Dies gilt auch – trotz seiner außergewöhnlichen Dimension von 750 Mrd. Euro – für das im Juli 2020 fixierte Corona-Hilfspaket (Next Generation EU), das ohne die massiven Begleitmaßnahmen der Notenbank wohl keine ausreichende Wirkung entfalten könnte. Dennoch ist es nicht nur wegen seines Volumens, sondern auch wegen der damit erstmals in größerem Umfang eingegangenen Gemeinschaftsverschuldung von besonderer Bedeutung.

<sup>7</sup> Ben Bernanke sagte 2014 über das Anleihekaufprogramm der FED: „the problem is, it works in practice but it doesn't work in theory“ (Skidelsky, 2021); diese Aussage trifft wohl auch auf die Anleihekäufe der EZB zu.

<sup>8</sup> Spätere Aufstockungen erfolgten im Juni sowie im Dezember 2020 um weitere 600 Mrd. Euro bzw. 500 Mrd. Euro.

Nachdem England als großer Nettozahler und traditionell in EU-Budgetfragen kritischer Partner aufgrund des Brexit bei den einschlägigen Verhandlungen nicht mehr mit am Verhandlungstisch saß, fand sich eine Gruppe von kleineren Nettozahler-Mitgliedstaaten, die zunächst gemeinsam eine kritische Gegenposition zur Vorwegeinigung von Frankreich und Deutschland vertraten. Zu dieser Gruppe gehörte neben den Niederlanden, Dänemark und Schweden auch Österreich. Etwas später gesellte sich Finnland als fünfter Teilnehmer dazu. Die „frugalen Vier“ oder auch „sparsamen Vier“ legten bei der Festlegung von Zielen, Instrumenten, Verteilungsschlüsseln und Kontrollmöglichkeiten der aufzubringenden Sondermittel erhöhten Wert auf Genauigkeit. Vor allem aber drängten sie darauf, jenen Teil des Hilfspakets, der als nicht rückzuzahlender Zuschuss vorgesehen war, deutlich zu verkleinern.

Im Endergebnis blieb es nach zähen Verhandlungen bei der von Kanzlerin Angela Merkel und Staatspräsident Emanuel Macron von Beginn an vorgeschlagenen Gesamthöhe von 750 Mrd. Euro, von denen immer noch beachtliche 390 Mrd. statt der ursprünglich angepeilten 500 Mrd. als Direktzuschüsse vergeben werden, während der verbleibende Anteil in Form von Darlehen ausgegeben wird. Zwar haben die einzelnen nationalen Projekte den in der NGEU-Programmatik vorgegebenen qualitativen Zielsetzungen zu entsprechen<sup>9</sup> – es fehlen jedoch länderübergreifende Vorhaben etwa im Bereich der Verkehrsinfrastruktur, ökologischer und energiepolitischer Vorhaben oder auch Investitionen in eine künftige digitalwirtschaftliche Stärkung Europas, die es tatsächlich rechtfertigen würden, sich dauerhaft gemeinschaftlich zu verschulden.

### Vom „No-Bail-out“ zur provisorischen Fiskalunion

Die für die Finanzierung des Corona-Hilfspakets der EU erforderliche, erstmalige Aufnahme namhafter gemeinsamer Mittel für den NGEU-Sonderhaushalt wird von einigen Befürwortern als einmalige, der Krise geschuldete Abweichung von der bisherigen Praxis eingestuft. Andere sehen darin einen ersten Durchbruch auf dem Weg zu einer künftigen Fiskalunion.<sup>10</sup> Der den Euro begründende Vertrag von Maastricht, in dem die fiskalische Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten und ein „No-Bail-out“-Gebot fixiert wurde, wäre damit allerdings ebenso außer Kraft gesetzt wie das darin festgehaltene Regelwerk zur Einhaltung von Verschuldungsgrenzen.

9 Priorisiert werden vor allem die Ziele „Beitrag zum Klimaschutz und zur ökologischen Nachhaltigkeit“ (37 %) sowie Förderung des digitalen Wandels (20 %), vgl. [https://next-generation-eu.europa.eu/index\\_de](https://next-generation-eu.europa.eu/index_de).

10 Olaf Scholz bezeichnete als damaliger Bundesfinanzminister die Einigung auf eine erstmalige, großvolumige Gemeinschaftverschuldung im Wege des Corona-Hilfsfonds in Anspielung auf Alexander Hamilton, einem der Gründerväter der USA, als Europas Hamilton-Moment.

Wie es um die politische Akzeptanz der mit NGEU schon heute verbundenen, faktischen Änderung der EU-Verfassung letztlich bestellt sein wird, dürfte am Ende vor allem auch davon abhängen, ob es – wie dem Grunde nach beabsichtigt – gelingen kann, die Rückzahlung der auf den internationalen Märkten aufgenommenen Gemeinschaftsanleihen aus neu zu schaffenden, gesamteuropäischen Steuerquellen zu bewerkstelligen. Neben einer geplanten und bereits vorakkordierten Plastiksteuer geht es dabei um CO<sub>2</sub>-Abgaben und eine Digitalsteuer, die beide konzeptionell noch in den ersten Anfängen stecken.

Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer ist entgegen früherer EU-Beschlüsse allerdings nicht mehr vorgesehen. Nachdem es im Oktober 2012 zur Einigung von elf EU-Staaten – zu denen neben Deutschland, Frankreich und Italien auch Österreich gehörte – auf Einführung einer Finanztransaktionssteuer ab 2014 gekommen war, von der man sich einen künftig mehr als 50 %igen Anteil der EU-eigenen Besteuerung erhoffte, führten Unstimmigkeiten über den Modus der Implementierung, die Gegnerschaft des damaligen EU-Mitglieds Großbritannien sowie massive Lobbyarbeit der internationalen Großbanken zu einer Verschiebung, die in eine faktische Aufgabe des Vorhabens mündete.

Sollte die Einigung auf zusätzliche Steuerquellen bis Ende 2024 nicht gelingen, bliebe es in der Verantwortung der Mitgliedstaaten, aus ihren Budgets für die zusätzlichen Verpflichtungen aufzukommen – kein einfaches Unterfangen angesichts der infolge der Coronapandemie ohnehin massiv ansteigenden Staatsschulden. Die grundsätzliche Genehmigung dafür liegt seit der Ratifizierung des NGEU-Programms durch die Parlamente der Mitgliedstaaten jedenfalls vor. Ambitionen, die als zunächst einmalig erklärte Gemeinschaftverschuldung als ersten Schritt zu einer künftigen Fiskalunion zu interpretieren, werden vor diesem Hintergrund jedenfalls erschwert. Als Signal dafür kann die Tatsache angesehen werden, dass die Renditen der NGEU-Gemeinschaftsanleihen Anfang Februar 2023 bereits höher liegen als jene Frankreichs, einem der höher verschuldeten Eurostaaten.

### Ukrainekrieg und geopolitische Verwerfungen

Die mit dem Auslaufen der COVID-19-Krise verbundene Hoffnung auf Rückkehr in eine neue finanzpolitische Normalität zerschlug sich ein weiteres Mal mit dem Schock vom 24. Februar 2022, dem Tag des Überfalls Russland auf die Ukraine. Wieder erwies sich eine Fortsetzung des finanzpolitischen Rettungseinsatzes im Weg von Stützungsprogrammen in den Staatshaushalten und der Anwendung unkonventioneller Notenbankinstrumente als unabweisbar notwendig, kumulierten doch die noch nicht

abschätzbaren Folgekosten des Ukrainekriegs mit den Auswirkungen einer sich abzeichnenden geopolitischen Fragmentierung, die eine teilweise Abkehr von der bis vor kurzem unbestritten vorteilhaften Globalisierung erzwingt.

Als sich mit dem ursprünglich geplanten Auslaufen des PEPP-Anleihekaufprogramms im Frühjahr 2022 erste Anzeichen eines Misstrauens der internationalen Gläubiger zeigten, die sich in abermals divergierenden Anleiherenditen einzelner Schuldnerstaaten niederschlugen, kreierte die EZB deshalb umgehend eine neue, flexibel einsetzbare Medikation in Form eines Anleihekaufprogramms mit der Bezeichnung „Transmission Protection Instrument (TPI)“.<sup>11</sup> Dieses einer Quadratur des Kreises nahekommende Programm stellt trotz des eigentlich geplanten Abbaus des insgesamt in den Büchern der EZB gebuchten Anleihevolumens in Aussicht, Anleihen von Eurostaaten jedenfalls dann im Umweg des Bankensystems anzukaufen, wenn die Gläubigerstaaten aus Sicht der EZB kein strukturelles Staatsschuldenproblem aufweisen, sondern lediglich spekulativen Renditeschwankungen unterliegen. Bis dato wird diese weiterentwickelte Version von „Whatever it takes“ von den Märkten gut angenommen.

### Suche nach tragfähigen Fiskalregeln

Die seit der Finanz- und der auf sie folgenden Staatsschuldenkrise unternommenen Versuche, die im Vertrag von Maastricht festgeschriebenen Fiskalregeln den Folgen der jeweiligen Schuldenschocks anzupassen, haben zu zahlreichen Nachbesserungen und Regelverfeinerungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts geführt. Die mit dem Ziel einer Einhegung der Staatsschuldenkrise strenger werdenden Spielregeln des im Februar 2012 von 25 EU-Mitgliedstaaten unterzeichneten Fiskalpakts trugen durchaus zur nachfolgenden fiskalischen Konsolidierung quer durch den Euroraum bei. Allerdings wurden die darin festgeschriebenen präventiven und korrektiven Regeln in der Folge bis zur Unüberschaubarkeit ausdifferenziert. Aus guten Gründen fand deshalb auch die Sanktionierung von Verletzungen der darin festgelegten Verschuldungsregeln bis dato noch auf kein Euroland Anwendung. Das mittlerweile auf nahezu 300 Seiten angewachsene Konvolut stößt vielmehr längst an die Grenzen seiner Anwendbarkeit und gerät in Gefahr, jede Glaubwürdigkeit zu verlieren (näher dazu Bayer, 2022, 3 f.).

Die vor gut drei Jahrzehnten im Vertrag von Maastricht festgelegten Verschuldungsregeln bedürfen deshalb ei-

<sup>11</sup> Mit dem TPI ermöglicht die EZB den unbegrenzten Ankauf von Anleihen, die von Euroländern begeben werden, die – nach Einschätzung der EZB – einen spekulativ überhöhten, durch die fiskalischen Fundamentaldaten nicht gerechtfertigten Anstieg ihrer Anleihekosten erfahren. Auch Anleihen des privaten Sektors der betroffenen Länder können von diesem Programm umfasst sein.

ner grundlegenden Revision. Die Frage, wie der infolge all der aufeinander folgenden Schocks massiv angestiegene Schuldenstand einzelner Mitgliedstaaten in absehbarer Zeit normalisiert werden kann, ist derzeit jedoch so offen wie die Festlegung auf künftige Maßstäbe einer neuen Budget-Normalität. Festzustehen scheint nur, dass der bisher geforderte, 60%ige Anteil der Staatsschuld am jeweiligen BIP in absehbarer Zeit für mehr als die Hälfte der Eurostaaten außer Reichweite liegt. Auch scheint unbestritten, dass die einseitige Orientierung an einer am jeweiligen BIP bemessenen Staatsschuldenquote fatale prozyklische Wirkungen zeigt und eine Unterscheidung zwischen laufenden strukturellen und durch die Inangriffnahme von infrastrukturellen und Zukunftsinvestitionen verursachten Defiziten künftig unabdingbar sein wird. Die Ablöse von Quotenregeln durch Ausgabenregeln gilt deshalb als wahrscheinlich (vgl. dazu Mühlbach, 2022).

Von der EU-Kommission wurden im November 2022 erste Vorschläge zur Reform des wirtschaftlichen Steuerungsrahmens vorgelegt, die für die Zukunft einen auf die jeweilige fiskalische Situation der betroffenen Staaten zugeschnittenen Anpassungspfad vorsehen. Die bisher vorgesehene 20-jährige Frist zur Rückführung der Schuldenquote auf die im Ursprungsvertrag von Maastricht vorgesehenen 60% wird aufgegeben. Ob es zu einer Anhebung dieses Zielprozentsatzes kommen wird, bleibt derzeit noch offen. Im Zentrum des vorgelegten Konzeptes steht demnach zunächst nur die unstrittige Absicht einer deutlichen Flexibilisierung (vgl. dazu Europäische Kommission, 2022).

Dass die Regeln des vor drei Jahrzehnten verhandelten Vertrags von Maastricht nicht unverändert erzwungen werden können, unterstreichen mittlerweile auch konservative Ökonom:innen. Die bis heute geltende 60%ige Messlatte unverändert weiter zu verwenden, hieße letztlich, sich in Teilen Europas auf das Risiko einer quälenden Austeritätspolitik mit all ihren sozialen und politischen Folgen einzulassen. Erstaunlicherweise war es sogar ein Ökonom:innen-Arbeitssteam des zu strikter Regeldurchsetzung verpflichteten ESM, das sich bereits im Oktober 2021 für eine Neufestsetzung in der Höhe von 100% des BIP ausgesprochen hat (FAZ, 2021).

Fest steht, dass ein wirkungsloses und nicht mehr durchsetzbares Regelwerk auf Dauer seine Glaubwürdigkeit verlieren müsste und damit das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung schädigen würde. Stattdessen wird es vermutlich zu maßgeschneiderten, mit der Kommission zu vereinbarenden Schuldenabbauplänen kommen, die mehrjährige, flexible, aber doch verbindlich kontrollierte Abbaupfade vorsehen. Investive Vorhaben mit langfristiger Wirkung sowie in Krisen notwendigerweise einzusetzende Stabilisatoren – wie etwa die Arbeitslosenunter-

stützung – werden dabei von der Einrechnung in die Kern-Verschuldungsquote wohl ausgenommen.

Will man die grundlegende Verfasstheit des europäischen Finanzsystems nicht aufs Spiel setzen, muss jedenfalls das Vertrauen in den Zusammenhalt der Eurozone durch die Einbettung in einen glaubwürdigen, weil praktikablen und weitgehend widerspruchsfreien fiskalischen Handlungsrahmen neu gefestigt werden (Stadler, 2022). Ob es zur sachgerechten und konsequenten Begleitung und Kontrolle der entsprechenden Prozesse durch die seit längerem intendierte, mittlerweile aber wieder in den Hintergrund geratene Betrauung eines europäischen Finanzministers kommt und ergänzend dazu ein Europäischer Währungsfonds eingerichtet wird, ist derzeit noch offen. Wie immer die neuen Regeln auch aussehen werden: sie müssen spätestens vor dem derzeit für 2024 in Aussicht genommenen Wiederinkrafttreten des Stabilitätspakts ausverhandelt sein.

### Auf dem Weg zu einer neuen geldpolitischen Normalität

Nicht nur fiskalpolitisch, auch geldpolitisch erweist sich die Suche nach einer neuen Normalität als unumgänglich, stoßen doch die Arsenalen der unkonventionellen Maßnahmen der EZB augenscheinlich an Grenzen. Über eine beachtliche Zeitstrecke hinweg hatte die EZB ihre Nullzinspolitik ebenso wie die großvolumigen Anleihekaufprogramme mit dem im Rückblick geradezu paradox erscheinenden Bemühen begründet, ein Mindest-Inflationsziel von knapp unter 2 % anzustreben, um deflationäre Entwicklungen zu vermeiden und zinsgünstige Kreditvergaben anzuspornen. An dieser Begründung hielt man auch noch fest, als kaum mehr zu verbergen war, dass beide Instrumente zuallererst der Absicherung des Zusammenhalts der Gemeinschaftswährung dienen. Die durchaus gravierenden, unerwünschten Nebenwirkungen der unkonventionellen Maßnahmenpakete – etwa in Form einer ausgeprägten Asset-Inflation, die den Keim nächster Finanzkrisen in sich trägt – blieben hingegen unerwähnt.

Mit der ab dem vierten Quartal 2021 einsetzenden Inflation – damals wurde der einvernehmliche Zielwert mit einer Geldentwertung von über 3,5 % erstmals deutlich überschritten – erwies sich diese lange aufrechterhaltene Argumentationslinie jedoch als obsolet. Im Gefolge des Ukrainekriegs und der damit verbundenen Verteuerung von Energie lag die Inflationsrate Ende März 2022 bereits in der Nähe von 7 %, um dann gegen die zweite Jahreshälfte hin vorübergehend auf über 10 % anzusteigen.

Dies zwang die EZB zur Aufgabe ihrer langjährigen Nullzinspolitik. In mehreren Sprüngen erhöhte sie den Diskontsatz auf zuletzt 3,0 %. Weitere Erhöhungen werden von der Mehrzahl der Mitglieder des EZB-Rats befürwor-

tet. Mittlerweile stellt sich die Frage des richtigen Maßes solcher letztlich die Konjunktur dämpfenden Erhöhungen. Zugleich erzeugen die steigenden Preisniveaus eine Erwartungshaltung, die auf das Lohngefüge einwirkt. Es gilt demnach, die Gefahren einer sich dynamisierenden Lohn-Preis-Spirale gegen die Gefahr abnehmender Kaufkraft und einer damit zwangsläufig verbundenen rezessiven Entwicklung abzuwägen. Über die Absicherung des Zusammenhalts der Eurozone durch eine Perpetuierung des „Whatever it takes“-Versprechens hinaus wird somit das Management der Inflationserwartungen zur aktuell wohl wichtigsten Aufgabe der Notenbank. Vor dem Hintergrund der dem Grunde nach nicht auf notenbankpolitische Maßnahmen rückführbaren Inflationsursachen ist sie nur schwer erfüllbar.

Die ursprüngliche Intention, die EZB unabhängig von den Regierungen der Eurostaaten mit einem Stabilitätsmandat auszustatten, das jede Überschneidung mit fiskalpolitischen Interessenslagen ausschließt, kann demnach nicht aufrechterhalten werden. Der Abstimmungsbedarf zwischen Brüssel und Frankfurt ist vielmehr größer denn je – unter gleichzeitiger Berücksichtigung der nationalen Interessen aller Mitgliedstaaten des gemeinsamen Währungsgebiets.

### Auslagerung krisenbedingter Sonderschulden

Angesichts der engen Verflochtenheit von fiskal- und geldpolitischen Strategien zum nachhaltigen Zusammenhalt des Euros wird deshalb eine Erneuerung der Maastricht-Spielregeln nicht ausreichen, spielt doch die gemeinsame Notenbank weiterhin eine Schlüsselrolle im Staatsschuldenmanagement des Euroraums. Da die bisher implementierten Anleihekaufprogramme kaum mehr wesentlich erweiterbar sein werden, ohne in eine faktische Gemeinschaftsverschuldung zu kippen, wird es hierzu gesonderter Überlegungen bedürfen. Scheidet die Variante eines teilweisen Schuldenerlasses aus guten Gründen aus, da er letztlich die Glaubwürdigkeit des Euro nachhaltig beschädigen würde, zeigt sich eine andere Variante der Aussonderung von durch externe Schocks erzeugter Zusatzverschuldung als verfolgungswürdig: Analog zu dem von der deutschen Bundesregierung praktizierten Konstrukt eines „Sondervermögens“ erscheint es erwägenswert, jenen Teil der Staatsverschuldung der Euroländer, der auf die Krisen seit 2008 zurückzuführen ist und daher nicht im Zusammenhang mit der unmittelbaren Haushaltsdisziplin steht, gesondert auszuweisen und in der Folge von der Notenbank in langfristigen, niedrigverzinsten Gemeinschaftsanleihen zu finanzieren. Die anteiligen Quoten krisenbedingter Sonderschulden würden den im Stabilitätspakt kontrollierten Schuldenquoten nicht mehr zugerechnet. Eine solche Auslagerung von durch externe systemische Schocks entstandenen Sonderschulden in

ein von der Notenbank langfristig refinanziertes Sondervermögen mit extrem langen Laufzeiten, das den einzelstaatlichen Schuldenquoten nicht zugerechnet wird, böte einen sachgerechten Ausweg aus der Spielregelfalle, in die ein striktes Festhalten an den ursprünglichen Maastricht-Regeln zwangsläufig führen müsste.

### Für ein dynamisches Finanzsystem – gegen „Casino-Kapitalismus“

Abseits von all diesem geld- und fiskalpolitischen Klärungsbedarf zwingen digitale Finanzinnovationen und dynamisch wachsende Schatten-Finanzsysteme zu einer Erweiterung des finanzpolitischen Instrumentariums. Immer deutlicher wird, dass sich Finanzmarktstabilität als Voraussetzung für ein allgemeines Grundvertrauen in unser Geldsystem mit den herkömmlichen Spielregeln nicht mehr ausreichend absichern lässt. Es droht vielmehr ein Abgleiten in das, was einst John Maynard Keynes mit Blick auf das Finanzwesen zur Zeit der Weltwirtschaftskrise als „Casino-Kapitalismus“ bezeichnet hat.

Statt einer die Ursachen dieser Entwicklung ausblenden- den Fortsetzung des bisherigen Weges bedarf es deshalb eines neuen Blicks auf die Funktionsweise des Finanzsystems: weg von einer allzu mechanistischen Sicht vermeintlicher Vorhersehbarkeit des Geschehens, hin zu erweiterten Spielregeln, die zu geringerer Schwankungsanfälligkeit führen, Stetigkeit vor Spekulation stellen und zunehmende Verteilungsprobleme nicht weiter ignorieren. Ob es um die global systemrelevanten Großbanken geht, um zugunsten von marktdominanten Vermögensverwaltern verzerrte Handelspraktiken an den Börsen, ob um Schattenbanken, spekulative Derivate, Kryptowährungen oder mangelnde Transparenz: Spielregel-Korrekturen auf all diesen Themenfeldern dulden keinen weiteren Aufschub.

Durchführbar sind solche Korrekturen jedoch nur, wenn zuvor eine gemeinsame Sicht der Problemlage ermöglicht wird und interessengeleitete Hindernisse auf dem Weg zu

besseren Spielregeln beim Namen genannt werden. Dies erfordert die Durchsetzung eines klaren Primats der Politik, unabhängiger Medien und der Wissenschaft gegenüber den einflussmächtigen Finanzinstitutionen.

Noch so berechtigte Systemkritik an finanzkapitalistischen Entgleisungen sollte jedoch keineswegs dazu führen, eine in kluge Rahmenbedingungen eingebundene Finanzwirtschaft als Motor realer Wertschöpfung grundsätzlich infrage zu stellen. Es geht vielmehr darum, deren Erfolgsgeschichte durch ein Bündel entschiedener Reformen auch unter den Bedingungen global liberalisierter Märkte und vielfältiger technologischer Disruption fortzuschreiben. Nur so lässt sich – jenseits von Aktionismus und Resignation – die sich anbahnende Legitimationskrise eines in wesentlichen Teilbereichen unstrittig bewährten Systems überwinden.

Es lohnt sich, den Euroraum nach all den vielfältigen Erfahrungen mit Krisen und den gegen sie in Stellung gebrachten geld- und fiskalpolitischen Instrumenten mit Blick auf eine so zukunfts offene wie resiliente Finanzarchitektur der Zukunft neu zu denken.

---

### Literatur

- Bayer, K. (2022), Does Rational Economic Policy require a Stability and Growth Pact?, Österreichische Gesellschaft für Europapolitik, *Policy Brief*, 6.
- Europäische Kommission (2022), Vertretung in Deutschland, Pressemitteilung vom 9. November: Nachhaltiger Schuldenabbau: Kommission schlägt Reform des wirtschaftlichen Steuerungsrahmens vor.
- FAZ (2021), ESM-Fachleute wollen 100 Prozent als neue Maastricht-Schuldengrenze, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 25. Oktober.
- King, M. (2010), Banking: From Bagehot to Basel, and back again, <https://www.bis.org/review/r101028a.pdf> (30. Januar 2023).
- Mühlbach, C. (2022), Ein Update für die europäischen Fiskalregeln, *Wirtschaftsdienst*, 102(6), 456-460, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2022/heft/6/beitrag/ein-update-fuer-die-europaeischen-fiskalregeln.html> (26. Januar 2023).
- Skidelsky, R. (2021), What killed Macroeconomics?, *Project Syndicate*, 16. November.
- Stadler, W. (2022), Bis hierher – und immer weiter? – Zur Erneuerung der europäischen Finanzarchitektur, *Industrie aktuell*, 1/2022, 20-22.

---

### Title: Europe's Financial Architecture in Transition

**Abstract:** Since the start of the financial crisis in 2008, European economies have been hit by unprecedented exogenous shocks. The ECB has countered these with unconventional monetary policy, extraordinary high new fiscal borrowing and a permanent Stability Mechanism (ESM). On top of all that, in response to the coronavirus crisis, European Community Bonds have been issued for the first time. All of these new measures have proved helpful, but equally contradictory to the rules of the single currency as laid down in the Maastricht Treaty. The intertwining of monetary and fiscal policies is currently proving to be a precondition for the cohesion of the common currency. This makes it indispensable in the design of a resilient and credible new financial architecture for Europe.