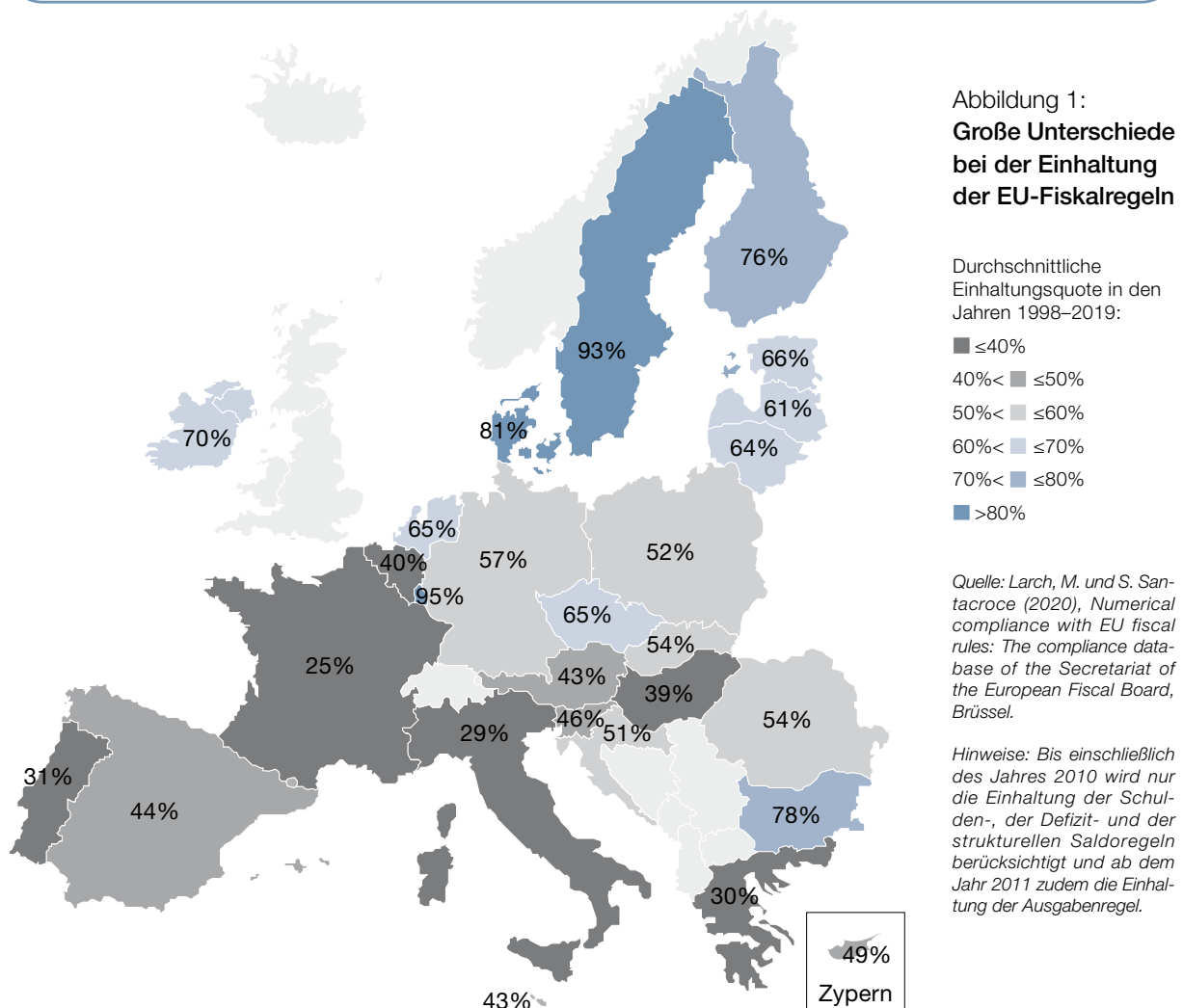


Reform der Europäischen Fiskalregeln: Mit Marktdisziplin und Eigenverantwortung zu fiskalischer Nachhaltigkeit

Standpunkt der Stiftung Marktwirtschaft

- Die Fiskalregeln der Europäischen Union (EU) sollen dazu beitragen, dass die öffentlichen Finanzen in Europa stabil bleiben und in Krisenzeiten fiskalischer Spielraum besteht. Diese Erwartungen konnten die Fiskalregeln allerdings bislang kaum erfüllen, da sie in der Anwendung faktisch eher ignoriert wurden. Darum sollten die Fiskalregeln so reformiert werden, dass eine bessere Durchsetzung der Regeln gelingt und sich die EU zu einer Stabilitätsunion weiterentwickelt, die durch mehr Marktdisziplin und Eigenverantwortung fiskalische Nachhaltigkeit und Krisenresilienz gewährleistet.
- Bisherige Reformvorschläge zielen jedoch vor allem darauf ab, den hochverschuldeten Mitgliedstaaten Zugeständnisse zu machen und die Fiskalregeln weiter aufzuweichen. Die EU sollte stattdessen auf eine Entpolitisierung der Fiskalregeln und stärkere automatisierte Sanktionsverfahren hinwirken oder bei einer vollumfassenden Reform neue Finanzmarktregeln etablieren.
- Solch eine Reform sollte die Einführung von nachrangigen Anleihen (Accountability Bonds) und vorrangigen Anleihen (Sovereign Pledge-Backed Securities), eine staatliche Insolvenzordnung sowie eine Vertiefung der Kapitalmarktunion mit einer Eigenkapitalunterlegungspflicht für Staatsanleihen umfassen.



Hintergrund

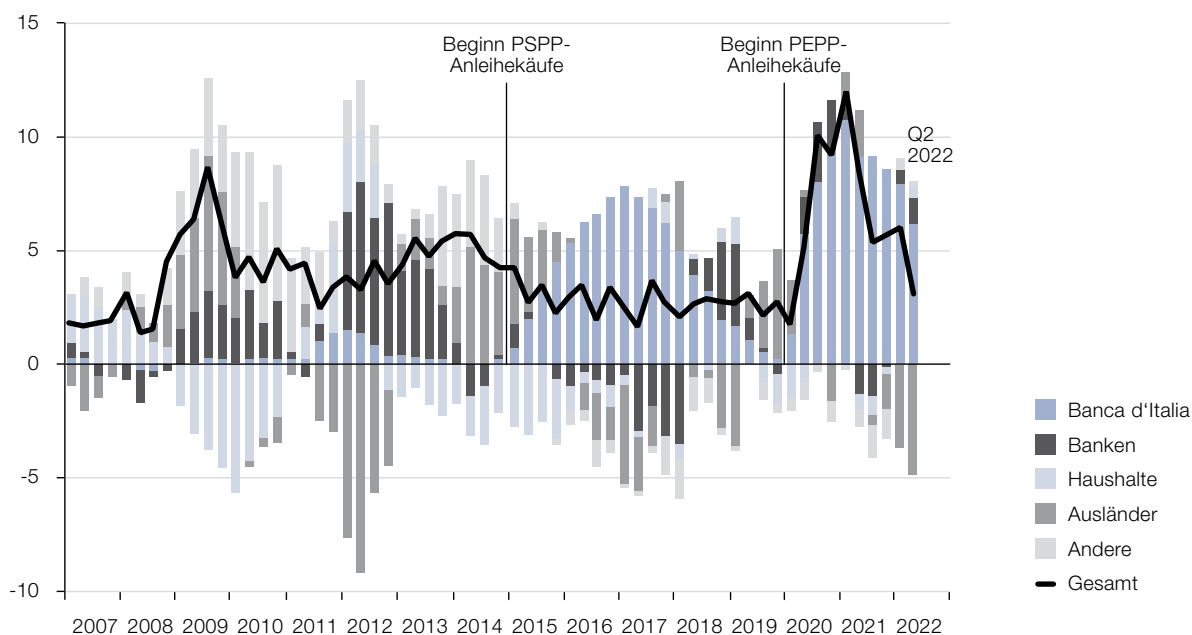
Angesichts rekordhoher Schuldenquoten, steigender Zinsen und einer sich anbahnenden globalen Rezession wachsen die Sorgen vor einer erneuten Staatsschuldenkrise in Europa. Eigentlich sollten die Fiskalregeln der EU einem solchen Risiko vorbeugen – bislang allerdings nur mit begrenztem Erfolg. Wie Abbildung 1 verdeutlicht, ist der politische Wille zur Einhaltung der gemeinsam vereinbarten Fiskalregeln in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich ausgeprägt. Allen voran Luxemburg und die nordeuropäischen Staaten haben in den vergangenen zwei Jahrzehnten die Fiskalregeln überwiegend eingehalten, die südeuropäischen Mitgliedstaaten in den meisten Fällen hingegen nicht. Allein Frankreich und Italien haben – mit einer durchschnittlichen Einhaltungquote von unter 30 Prozent – die Grenzwerte der Fiskalregeln in den Jahren 1998 bis 2019 jeweils mehr als 50 Mal überschritten.

Offiziell gegen die Fiskalregeln zu verstoßen bzw. dafür sanktioniert zu werden, erscheint jedoch kaum möglich. So haben die Mitgliedstaaten die Obergrenzen der Fiskalregeln bis 2019 insgesamt zwar mehr als 700 Mal überschritten. Allerdings hat dies bislang zu keinerlei Sanktionen geführt. Zu Beginn waren die Staaten nicht dazu bereit, als potenzielle Sünder über aktuelle Sünder zu richten. Seit der Umstellung des Verfahrens im Jahr 2011 nutzt zudem die Kommission ihre diskretionären Entscheidungsspielräume sowie die Komplexität der Fiskalregeln, um keine Sanktionen zu verhängen. Hinzu kommt, dass die Kommission mitunter auf Parlamentswahlen Rücksicht nimmt, um keine anti-europäischen Ressentiments wegen eines Defizitverfahrens zu riskieren und sogar so weit geht, einzelnen Staaten zeitweise einen Blanko-Scheck auszustellen („weil es Frankreich ist“).

Dabei sind gesunde Staatsfinanzen eine Grundvoraussetzung für eine Staatengemeinschaft wie die EU, in der die Mitgliedstaaten wirtschaftlich eng miteinander verwoben sind. Dies gilt umso mehr für eine Wirtschafts- und Währungsunion, in der eine einheitliche Geldpolitik für fiskalisch weiterhin souveräne Mitgliedstaaten betrieben wird. Für die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Gewährleistung der Preisniveaustabilität ist es entscheidend, dass die Geldpolitik nicht von fiskalischen Motiven dominiert wird. Andernfalls drohen hohe Inflation, ein Abwälzen von Schuldenlasten auf die Gemeinschaft und Fehlanreize, sich auf fremde Finanzhilfen zu verlassen. Die EZB muss daher jeden Verdacht vermeiden, sie richte ihre Geldpolitik nicht am Ziel der Preisstabilität, sondern an der Verschuldung der Mitgliedstaaten aus. Dementsprechend ist die jahrelange Vollfinanzierung der Neuverschuldung Italiens und anderer Mitgliedstaaten durch das Eurosystem (vgl. Abbildung 2) geldpolitisch nur schwer zu rechtfertigen. Dies gilt ebenso für das im Juli 2022 beschlossene neue Kriseninstrument TPI (Transmission Protection Instrument), mit dem die EZB gezielte und unbegrenzte Anleihekäufe einzelner hochverschuldeter Euro-Staaten tätigen will, sobald sie deren Risikoaufschläge als „ungerechtfertigt“ einschätzt. Bezeichnenderweise fand die einzige außerplanmäßige Krisensitzung der EZB im Jahr 2022 nicht etwa aufgrund der Rekordinflation im Euroraum statt, sondern um den gestiegenen Finanzierungskosten Italiens zu begegnen. Die EZB sollte aber nicht als Reparaturbetrieb für fehlgeleitete Fiskalpolitik einspringen, sondern unbeirrt als Hüterin der Preisstabilität agieren.

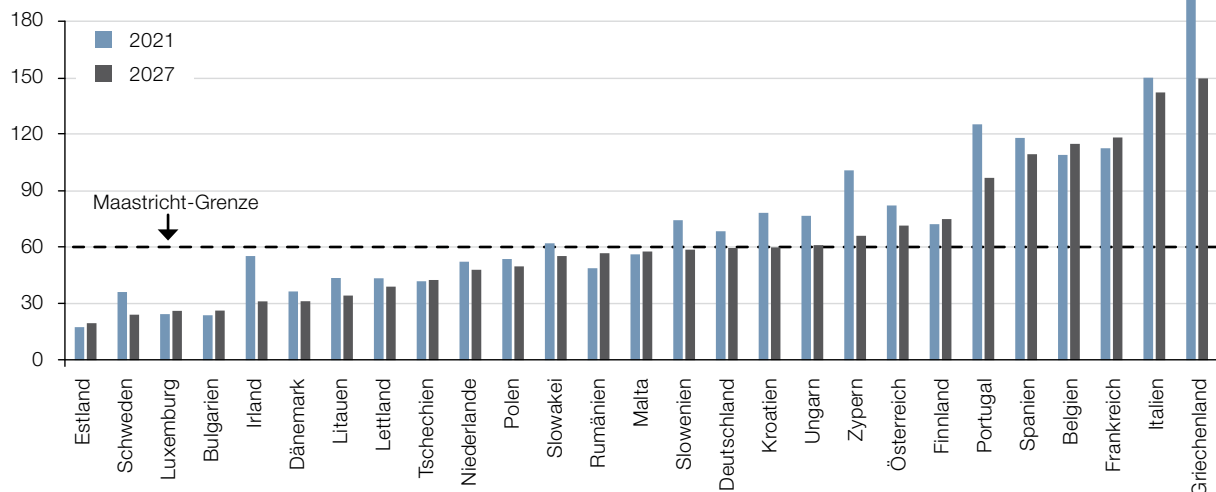
Abbildung 2: **Vollfinanzierung italienischer Neuverschuldung durch das Eurosystem**

Ausgabe und Nachfrage italienischer Staatsanleihen in Prozent des BIP



Quelle: Institute of International Finance.

Abbildung 3: **Einhaltung der Maastricht-Schuldengrenze (in Prozent des BIP) ist perspektivisch nur für wenige EU-Staaten herausfordernd**



Quellen: Eurostat für die Staatsschuldenquote im Jahr 2021; IMF, Fiscal Monitor, October 2022, für die Projektion der Staatsschuldenquote im Jahr 2027.

Eine weitere Aufweichung der EU-Fiskalregeln wäre kontraproduktiv

Die Kommission hat im Februar 2020 eine Überprüfung der Wirksamkeit des Rahmens der wirtschaftspolitischen Überwachung eingeleitet und eine Reformdiskussion über die EU-Fiskalregeln angestoßen. Nicht zuletzt wegen der Aktivierung der allgemeinen Ausweichklausel für die Jahre 2020 bis 2023 werden Forderungen nach einer Lockerung der Fiskalregeln ab 2024 lauter. Ohne eine Anpassung der Regeln an „neue Realitäten“, so der Einwand, könnten Staaten wie Italien oder Frankreich zu empfindlichen Sparmaßnahmen verpflichtet sein, die den erhofften Konjunkturaufschwung gefährden und Investitionen in den grünen und digitalen Wandel einschränken würden. Vor allem vom Schuldenstandskriterium drohe Unheil, da hochverschuldete Staaten im Rahmen der 1/20-Regel dazu verpflichtet sind, ihre Schuldenquote innerhalb von 20 Jahren auf 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu senken, was in den kommenden Jahren hohe Primärüberschüsse erfordere.

Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) hat sich daher im Oktober 2021 dafür ausgesprochen, den Referenzwert für die Gesamtverschuldung von 60 auf 100 Prozent des BIP zu erhöhen. Dieser Wert entspräche den aktuellen durchschnittlichen Schulden in Europa und sei für hochverschuldete Staaten realistischer zu erreichen. Außerdem sei eine solche Erhöhung des Schuldenreferenzwertes angesichts eines auf Jahre hinaus niedrigen Zinsniveaus gerechtfertigt.

Im November 2022 hat die Kommission ihre Reformvorschläge vorgelegt. Diese sehen für jeden Mitgliedstaat individuelle Pläne vor, die zwischen den nationalen Regierungen und der Kommission ausgehandelt werden sollen. Im Gegenzug soll die 1/20-Regel abgeschafft werden. In den länderspezifischen Plänen sollen Haushalts-, Reform- und Investitionsziele für einen Zeitraum von vier Jahren zusammengeführt werden. Mitgliedstaaten könnten auch einen längeren Anpassungszeitraum vorschlagen und den haushaltspolitischen Anpassungspfad um bis zu drei Jahre verlängern, wenn dies durch geeignete Reform- und Investitionszusagen untermauert werde. Die Mitgliedstaaten hätten mehr Spielraum als bisher, ihre fiskalischen Anpassungspfade festzulegen, womit die nationale Eigenverantwortung gestärkt werde. Die Kommission würde die Pläne bewerten und deren Umsetzung kontinuierlich überwachen. Der Einsatz von finanziellen Sanktionen würde zudem effektiver, indem ihre Höhe abgesenkt werde, so die Kommission.

Abgesehen davon, dass die neue Zinswelt die Rechtfertigung des ESM-Reformvorschlags inzwischen überholt hat, fokussieren sich sowohl die Kommission als auch der ESM zu stark auf die Belange einiger weniger Mitgliedstaaten. Wie Abbildung 3 zeigt, ist die Einhaltung des Schuldenreferenzwertes perspektivisch nur für eine Handvoll der EU-Staaten herausfordernd. Die Regeln an das Niveau „fiskalisch fragiler“ Staaten anzupassen, würde bedeuten, Reformanstrengungen de facto zum Erlahmen zu bringen. Durch individuelles Verhandeln national unterschiedlicher Pläne würden zudem die Regeln nicht weniger komplex, sondern die Überprüfung ihrer Einhaltung noch intransparenter werden. Zudem würde der diskretionäre Spielraum für die Kommission weiter erhöht werden. Die Kommission verkennt, dass eine zunehmende Politisierung der Fiskalregeln einer effektiven Durchsetzung im Wege steht und sie dadurch dem EU-Integrationsprozess und der Stabilität der Wirtschafts- und Währungsunion einen Bärendienst erweist.

Mit neuen Finanzmarktregeln zu mehr fiskalischer Stabilität und Solidität

Anstatt die EU-Fiskalregeln immer weiter aufzuweichen oder gar Ausnahmetatbestände für „gute“ Schulden einzuführen, sollten die Regeln so weiterentwickelt werden, dass ihre Bindungswirkung erhöht und Anreize zu solider Haushaltspolitik gestärkt werden. Dies könnte dadurch erreicht werden, dass die Überwachung der Fiskalregeln auf eine unabhängige und neutrale Instanz übertragen wird, die von der Kommission und dem Rat der EU politisch und organisatorisch losgelöst ist. Denkbar wäre eine Übertragung der Kontrolle an den Europäischen Rechnungshof oder einen reformierten Europäischen Fiskalausschuss. Ein stärker automatisiertes Sanktionsverfahren könnte erreicht werden, wenn das Prinzip der umgekehrten qualifizierten Mehrheit im Rat der EU bereits ab der ersten Verfahrensstufe gelten würde. Zudem wäre es sinnvoll, für die allgemeine Ausweichklausel ein regelgebundenes Verfahren zu spezifizieren, das eine fortdauernde Aktivierung der Ausweichklausel ausschließt.

Diese Vorschläge können allerdings eine erneute Politisierung der Fiskalregeln nicht ausschließen. Zudem würden sie vermutlich kurzfristig nicht das Problem lösen, dass einige hochverschuldete Staaten nicht Willens oder in der Lage sind, in den kommenden Jahren hohe Primärüberschüsse zu erzielen. Dieser Anforderung könnte man natürlich mit einer Lockerung oder Abschaffung der 1/20-Regel begegnen, wie sie die Kommission anstrebt. Allerdings sollte ein solcher Schritt nicht ohne Zugeständnisse an anderer Stelle erfolgen. Die EU sollte dazu übergehen, eine umfassende Weiterentwicklung der Fiskalregeln mit der Einführung neuer Finanzmarktregeln zu verbinden, die die fiskalische Disziplinierung durch den Markt und die Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten in den Vordergrund rücken. Dazu sollten folgende Instrumente und Ziele verfolgt werden:

- Accountability Bonds,
- Sovereign Pledge-Backed Securities,
- Insolvenzordnung für Staaten,
- Stärkung der Banken- und Kapitalmarktunion.

Accountability Bonds, deren Einführung erstmals 2015 von Clemens Fuest und Friedrich Heinemann vorgeschlagen wurde, würden als nachrangige Staatsanleihen dazu beitragen, das Haftungsprinzip auf der Gläubigerseite zu stärken. Dabei dürfen hochverschuldete Staaten für ihre überschießende Neuverschuldung, die beispielsweise über die erlaubten 0,5 Prozent des strukturellen Finanzierungssaldos oder über die erlaubten drei Prozent des Defizitkriteriums hinausgeht, nur noch Staatsanleihen emittieren, die im Insolvenzfall nachrangig bedient werden. Diese Anleihen, die nicht vom Eurosystem erworben werden dürfen, würden vom Markt mit höheren Risiken und Zinsen bepreist, was eine höhere Neuverschuldung teurer und damit unattraktiver macht.

Damit hochverschuldete Staaten im Krisenfall nicht zu schnell vom Finanzmarkt abgeschnitten werden, sollten Accountability Bonds durch eine weitere neue Anlageklasse, sogenannte Sovereign Pledge-Backed Securities, ergänzt werden. Diese von einer möglichen Umschuldung ausgenommenen Staatsanleihen müssten mit einem staatlichen Pfand hinterlegt werden, wodurch die Eigenverantwortung der Schuldnerseite gestärkt würde. Goldreserven oder künftige Privatisierungserlöse von Staatsbeteiligungen als Pfand würden diese Anleihen zu den häufig geforderten sicheren (nationalen) Anleihen im Euroraum machen. Hochverschuldete Staaten hätten somit im Falle einer übermäßigen Neuverschuldung die Möglichkeit, entweder höher verzinsten nachrangigen Anleihen (Accountability Bonds) oder niedriger verzinsten vorrangigen Anleihen (Sovereign Pledge-Backed Securities) zu begeben.

Eine staatliche Insolvenzordnung entlang vorab bestimmter, objektiver Kriterien würde die Nicht-Beistandsklausel der EU glaubwürdiger machen und den politischen Druck zur Solidarhaftung reduzieren. Die antizipierte Verlustbeteiligung der Gläubiger würde für Investoren den Anreiz erhöhen, die Ausfallrisiken von Staatsanleihen genauer abzuschätzen. Um auf den Finanzmärkten keine Unsicherheiten hervorzurufen, sollte die Insolvenzordnung zeitnah beschlossen und zwingend ausgestaltet, aber erst nach einer gewissen Karenzzeit wirksam werden.

Darüber hinaus sollten Staatsanleihen künftig mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Eine Eigenkapitalunterlegung insbesondere für heimische Staatsanleihen würde helfen, den finanziellen Nexus zwischen Staaten und Banken zu durchtrennen und Klumpenrisiken zu reduzieren. Eine weitere Vertiefung des Binnenmarktes, insbesondere der nach wie vor stark fragmentierten Kapitalmärkte, würde für mehr Gewicht der EU auf den Weltmärkten und eine größere Rückversicherung in Krisenzeiten sorgen.

Ansprechpartner: Dr. Jörg König

Stiftung Marktwirtschaft, Charlottenstr. 60, 10117 Berlin | www.stiftung-marktwirtschaft.de