



Finance Watch

Making finance serve society

# Die Schulden, die wir brauchen

Mit zukunftsorientierten Fiskalregeln die  
Schuldenfähigkeit stärken

Dieser Text ist die Übersetzung eines in englischer Sprache  
veröffentlichten Texts. [Hier](#) das Original lesen



Juli 2023

# Zusammenfassung

**Die Angst vor der Reaktion der Finanzmärkte auf eine öffentliche Verschuldung bremst die Ambitionen der politischen Entscheidungsträger.** Europa steht vor ernsthaften ökologischen, wirtschaftlichen und geopolitischen Herausforderungen, die Reformen und beträchtliche öffentliche Investitionen erfordern. Gleichzeitig prägt das Gespenst der Krise im Euroraum immer noch die Wahrnehmung der öffentlichen Verschuldung und verhindert notwendige Maßnahmen. Dieser Bericht hat das Ziel, einige dieser Befürchtungen zu zerstreuen und schlägt vor, die europäischen Fiskalregeln in Einklang mit der Realität der Finanzmärkte zu bringen.

## 1. Die Finanzmärkte können die Schulden, die wir brauchen, aufnehmen

Die Ausweitung der Staatsverschuldung wird gebraucht, um europäische öffentliche Güter bereitzustellen, die private Akteure nicht bereitstellen werden. Während die Finanzmärkte und Zentralbanken sichere Staatsanleihen benötigen, um ordnungsgemäß zu funktionieren, ist die Nachfrage der Investoren nach Staatsanleihen des Euroraums doppelt so hoch wie das Angebot. **Investoren können problemlos die zusätzlichen grünen öffentlichen Ausgaben finanzieren, die zur Erreichung der EU-Klimaziele erforderlich sind** und auf 1-3 % des EU-BIP pro Jahr geschätzt werden. Außerdem würde es die globale Rolle des Euro stärken, wenn der EU-Schuldenstand ausgeweitet und verlängert anstatt getilgt würde und wenn durch zukunftsorientierte Investitionen und Reformen eine Verbesserung der Ratings von Staaten mit niedrigerem Rating angestrebt würde.

## 2. Die Finanzmärkte interessieren sich weniger für Schuldenstände als für Stärke und Widerstandskraft

Investoren verlassen sich bei der Bewertung des Ausfallrisikos von Staaten auf Ratingagenturen. **Das Kreditrating eines Landes ist nicht von seinem Schuldenstand abhängig, sondern von der Stärke und Widerstandskraft seiner Wirtschaft und seiner Institutionen sowie den Finanzierungskosten der Schulden.** Rating-Agenturen bewerten die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung, indem sie den Schuldenstand (Schulden im Verhältnis zum BIP) mit den Finanzierungskosten (Zinszahlungen im Verhältnis zu den Einnahmen), der Zusammensetzung (durchschnittliche Laufzeit, Eigentümerbasis), der Dynamik (steigend, fallend), der Herkunft (produktive Investitionen, Misswirtschaft), den staatlichen Finanzanlagen, fiskalischen Risiken (z. B. Bankenrettung, Klimarisiken) und, was entscheidend ist, mit der Unterstützung durch die Zentralbank gewichten.

### 3. Die Mitgliedstaaten können sich die Schulden, die sie brauchen, leisten

Die europäischen Volkswirtschaften, mit Ausnahme von Griechenland, profitieren **dank ihrer starken und widerstandsfähigen Volkswirtschaften, Institutionen und erschwinglichen Schulden** von **Investment-Grade-Ratings (BBB und höher)**. Trotz des vergleichsweise hohen Schuldenstandes sind Italiens Schuldendienstkosten mit 8,4 % der öffentlichen Einnahmen überschaubar - das Vereinigte Königreich liegt bei 8,1 %, die USA bei 14,3 % und Indien bei 23 %. In den 1990er Jahren konnte Italien 27 % seiner Einnahmen für den Schuldendienst aufwenden, ohne dass es zu Zahlungsausfällen oder Umschuldungen kam. Die jüngsten Zinserhöhungen der EZB hatten nur begrenzte Auswirkungen auf die Erschwinglichkeit der Staatsschulden, da die hohe durchschnittliche Schuldenlaufzeit die Häufigkeit von Rollovers begrenzt. Der IWF geht davon aus, dass die europäischen Zinssätze auf das niedrige Niveau von vor der Pandemie zurückkehren werden, sobald die Inflation eingedämmt ist.

### 4. Die Europäische Zentralbank steuert Renditen und Finanzmarktängste

Die Politik der EZB treibt die Renditen der Staatsanleihen im Euroraum. In Zeiten finanzieller Anspannungen steigen die Renditedifferenzen, da eine höhere Risikoaversion die Furcht der Anleger vor einem Staatsbankrott und einem Austritt aus dem Euroraum verstärkt und sie dazu veranlasst, ihr Portfolio in Staatsanleihen umzuschichten, die als sicherer empfunden werden. Die Erbsünde, eine Währungsunion ohne einen Kreditgeber letzter Instanz zu gründen, schuf diese Angst. **Die Einrichtung eines europäischen Systems bedingter Kreditgeber letzter Instanz löste die Ängste der Anleger auf** - der Europäische Stabilitätsmechanismus (2012) und die Outright Monetary Transactions der EZB (2012).

### 5. Politische Entscheidungsträger sollten den Schwerpunkt auf zukunftsorientierte Investitionen und Reformen legen

Während die Finanzmärkte dem Schuldenstand im Verhältnis zum BIP wenig Beachtung schenken, hat der europäische Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung diese Kennzahl zu seiner wichtigsten Zielgröße gemacht. Im Gegensatz dazu ist die **Förderung zukunftsorientierter Investitionen und Reformen, die die Stärke und Widerstandsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften verbessern**, die richtige Priorität einer reformierten europäischen wirtschaftspolitischen Steuerung.

## Empfehlungen

**Am 26. April wurde der Vorschlag für eine Reform des europäischen wirtschafts-politischen Steuerungsrahmens vorgestellt.** Das vorgeschlagene System sieht vor, dass Länder, deren Schuldenstand 60 % ihres BIP übersteigt, einen länderspezifischen vierjährigen Schuldenabbauplan aushandeln, der auf einer Analyse der Schuldentragfähigkeit beruht und zu jährlichen Ausgabenobergrenzen führt. Der Plan kann auf sieben Jahre verlängert werden, wenn im Gegenzug wachstumsfördernde Reformen und Investitionen durchgeführt werden, die die Schuldentragfähigkeit verbessern und gleichzeitig nationale Herausforderungen und EU-Prioritäten wie den grünen und digitalen Wandel angehen.

**Berücksichtigung von Bedenken hinsichtlich eines zukunftsorientierten Rahmens** Einige Regierungen befürchten, dass die vorgeschlagenen neuen europäischen Fiskalregeln übermäßige bilaterale politische Verhandlungen und untragbare öffentliche Finanzen zur Folge haben. Diese Befürchtung führte zur Wiedereinführung quantitativer Schulden- und Defizitabbauziele im Kommissionsvorschlag. Andere Regierungen, denen sich Gewerkschaften und die Zivilgesellschaft anschließen, befürchten einen Mangel an Spielraum für notwendige Investitionen in die Zukunft Europas. Um beiden Befürchtungen Rechnung zu tragen, bedarf es einer ganzheitlichen Analyse des Schuldenrisikos und stärkerer Anreize für zukunftsorientierte Investitionen.

### 1. Einbeziehung marktgerechter Indikatoren in die Ermittlung des Schuldenrisikos

Fiskalregeln beruhen bisher auf willkürlichen Zielvorgaben und numerischen Regeln für den Schuldenabbau. Schuldentragfähigkeitsanalysen (DSA) haben demgegenüber das Potenzial, weitaus überlegener zu sein, da sie detaillierter und dynamischer sind. Die DSA der Europäischen Kommission ist hingegen weiterhin zu stark auf die Dynamik der Verschuldung im Verhältnis zum BIP ausgerichtet. Es sollte eine **DSA-Arbeitsgruppe** eingerichtet werden, um die DSA-Methodik der Europäischen Kommission zu verbessern und regelmäßig zu überprüfen. Die endgültige Methodik muss **finanzmarktgerechte Indikatoren wie die Finanzierungskosten** (Zinszahlungen im Verhältnis zu den Einnahmen), Schuldenströme (durchschnittliche Schuldenlaufzeit, Bruttofinanzierungsbedarf), Schuldenstruktur (Inland, Ausland; Laufzeitstruktur) und fiskalische Risiken (Eventualverbindlichkeiten) im Zusammenhang mit möglichen Bankenrettungen und dem Klimawandel besser berücksichtigen. Diese Indikatoren sollten sich stärker auf die mittelfristige Risikoermittlung und -klassifizierung auswirken (geringes, mittleres oder hohes Schuldenrisiko).

## 2. Anreize für zukunftsorientierte Investitionen und Reformen

Schulden aufgrund von Misswirtschaft in der Haushaltsführung sind eine ungerechte Belastung für künftige Generationen. Schulden aus qualitativen Investitionen zur Bewältigung der wirtschaftlichen, sozialen, ökologischen und geopolitischen Herausforderungen Europas würden jedoch künftige Generationen weniger belasten als Tatenlosigkeit. Der Rahmen der Kommission zur Bewertung der Qualität der nationalen Pläne sollten deshalb verbessert werden. Erstens sollte der Grundsatz „**Do no significant harm**“ (**DNSH** - Richte keinen nennenswerten Schaden an) zu seinem Eckpfeiler werden. Zweitens sollte „**resilienzfördernd**“ mit „wachstumsfördernd“ als Bewertungskriterium gleichgestellt werden, da resilienzfördernde Investitionen und Reformen die fiskalischen Risiken senken (z. B. senken Klimaschutz und -anpassungen die klimabedingten fiskalischen Risiken). Drittens sollte **Green Budgeting** besser in die nationalen Haushaltsrahmen integriert werden.

## 3. Zukunftsorientierte Investitionen von willkürlichen Beschränkungen befreien

Investoren würden mehr europäische Schulden aufnehmen. **Zukunftsorientierte Investitionen sollten von den Defizit- und Ausgabenbeschränkungen** als Teil der Haushaltsstrukturpläne der Mitgliedstaaten **ausgenommen werden**, und zwar insbesondere dann, wenn keine neuen EU-Investitionsfonds zur Verfügung stehen und die Schuldentragfähigkeit gefährdet ist. Die Entscheidung, solche Investitionen auszuschließen, sollte Teil des vorgeschlagenen umfassenderen Prozesses der **technischen Ex-ante-Bewertung** durch nationale unabhängige Finanzinstitutionen (IFI) und die Europäische Kommission (z. B. Analyse der Schuldentragfähigkeit, fiskalische Auswirkungen, Einhaltung des Grundsatzes „Richte keinen nennenswerten Schaden an“, EU-Ziele) und der **politischen Validierung** durch den Rat sein. Investoren und Rating-Agenturen würden eine solche Reform begrüßen, da ehrgeizige und gut gestaltete finanzpolitische Pläne die wirtschaftliche Stärke und Widerstandsfähigkeit erhöhen würden.

*[Hier klicken, um den vollständigen Bericht in Englisch zu lesen](#)*

# Einleitung

## **Europa steht vor ernststen Herausforderungen, die Reformen und Investitionen erfordern.**

Europa muss derzeit mehrere Krisen auf einmal bewältigen, etwa die Krise der Lebenshaltungskosten, die russische Invasion in der Ukraine, die Klimakrise und den Verlust der biologischen Vielfalt.<sup>1</sup> Gleichzeitig muss Europa aber auch Lösungen finden für weitere, langfristige Herausforderungen in Bezug auf die wirtschaftliche, energiepolitische und digitale Sicherheit sowie Souveränität, marode Infrastrukturen, mangelnde Konvergenz und eine alternde Bevölkerung. Zur Bewältigung dieser Herausforderungen sind mutige gesetzgeberische Reformen und massive öffentliche Investitionen erforderlich, um privates Kapital für gesellschaftlich wünschenswerte Ziele zu mobilisieren.<sup>2</sup>

## **Eine Schuldenfinanzierung dieser Investitionen käme künftigen Generationen zugute.**

Private Akteure allein werden die Finanzierungslücken in Europa nicht schließen können. Um sicherzustellen, dass künftige Generationen von Europäern in den Genuss eines nachhaltigen, sicheren und wohlhabenden Lebens kommen, sind heute erhebliche öffentliche Investitionen erforderlich. Diese Investitionen können durch Besteuerung, Kreditaufnahme oder Monetarisierung finanziert werden. Eine Besteuerung würde die gesamten Kosten den aktuellen Steuerzahlern aufbürden und negative Anreize schaffen<sup>3</sup>, eine direkte Staatsfinanzierung durch die Europäische Zentralbank wiederum ist durch die europäischen Verträge untersagt. Eine Schuldenfinanzierung dieser Investitionen hingegen bietet einen wünschenswerten kurzfristigen Ansatz, bei dem die Kosten auf die Generationen verteilt werden, die davon profitieren. Schulden, die aus qualitativen Investitionen in die Bewältigung der europäischen Herausforderungen entstehen, würden zukünftige Generationen weniger belasten als Tatenlosigkeit.

## **Die Angst vor der Reaktion der Finanzmärkte auf eine öffentliche Verschuldung bremst die Ambitionen der politischen Entscheidungsträger.**

Die heutige Generation der europäischen Bürger:innen und politischen Entscheidungsträger wurde von der Krise im Euroraum 2010-12 tief getroffen. Zwar wurden die ursprünglichen Mängel der Architektur des Euroraums, die zu dieser Krise führten, durch die Einrichtung eines europäischen Systems bedingter Kreditgeber letzter Instanz in 2012 weitgehend behoben<sup>4</sup>, doch es herrscht immer noch Angst, und zwar in übertriebenem Maße. Dies prägt maßgeblich die öffentliche Debatte über die Reform des europäischen Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung sowie seiner Fiskalregeln und schränkt ein, was als fiskalisch verantwortlich wahrgenommen wird.

**Dieser Bericht hat das Ziel, unnötige Befürchtungen aufzulösen** und gleichzeitig Wege zu einer Reform des europäischen Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung aufzuzeigen, die den Mechanismen der Finanzmärkte Rechnung trägt.

---

1 Weitere Informationen zum Verlust der biologischen Vielfalt und dem Raubbau an der Natur siehe: SUTTOR-SOREL, L., HERCELIN, N., (2020)

2 Die Dienste der Europäischen Kommission schätzen die Finanzierungslücken bis 2030 pro Jahr auf 520 Milliarden Euro für die Erreichung der EU-Umweltziele, 142 Milliarden Euro für die soziale Infrastruktur wie Krankenhäuser und Schulen sowie 190 Milliarden Euro für die Stabilisierung des Bestands an öffentlichem Kapital wie Straßen, Gebäude, Brücken und Häfen in öffentlichem Besitz.

3 Eine Erhöhung der Steuereinkünfte und mehr Effizienz bei den öffentlichen Ausgaben werden Teil der Lösung sein, aber sie werden nicht ausreichen.

4 Der Europäische Stabilitätsmechanismus und das „Outright Monetary Transaction“-Programm der EZB.

Dieser Text ist ein übersetzter Auszug. Um die Lektüre des englischen Originaltextes fortzusetzen, klicken Sie bitte [hier](#).

## About Finance Watch

Finance Watch is an independently funded public interest association dedicated to making finance work for the good of society. Its mission is to strengthen the voice of society in the reform of financial regulation by conducting advocacy and presenting public interest arguments to lawmakers and the public. Finance Watch's members include consumer groups, housing associations, trade unions, NGOs, financial experts, academics and other civil society groups that collectively represent a large number of European citizens. Finance Watch's founding principles state that finance is essential for society in bringing capital to productive use in a transparent and sustainable manner, but that the legitimate pursuit of private interests by the financial industry should not be conducted to the detriment of society. For further information, see [www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)

Finance Watch  
Rue Ducale 67 b3  
1000 Bruxelles  
T: + 32 (0)2 880 0430

[www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)



**Finance Watch**