



**SACHVERSTÄNDIGENRAT**  
*zur Begutachtung der  
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*

---

Auszug aus dem Jahresgutachten 2011/12

## **Ein Schuldentilgungspakt für Europa**

(Textziffern 184 bis 197)

---

Möglichkeit hätte. Zudem kann die EFSF ihre Kreditvergabe mit Auflagen verbinden, was der EZB nur bedingt möglich ist. Allerdings könnte ein deutsches Veto die EZB nicht daran hindern, gegebenenfalls direkte Anleihekäufe vorzunehmen.

Insgesamt betrachtet unterscheidet sich diese Lösung jedoch nur graduell von Anleihekäufen durch die EZB am Sekundärmarkt, da sie wiederum die Trennungslinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt.

## VI. Ein Schuldentilgungspakt für Europa

**184.** Die Regierungen der Mitgliedsländer haben mit den Beschlüssen vom 26. Oktober 2011 einen erneuten **Kraftakt zur Stabilisierung der Währungsunion** unternommen. Zugleich hat sich die italienische Regierung verpflichtet, über die bereits beschlossenen Konsolidierungsmaßnahmen hinaus zusätzliche Strukturreformen durchzuführen, insbesondere im Bereich der Arbeitsgesetzgebung und der Rentenversicherung.

**185.** Das jetzt beschlossene Paket ist keine endgültige Lösung für die Probleme des Euro-Raums. Aber es öffnet der Politik ein **Zeitfenster**, das sie konsequent nutzen muss, um für den Euro-Raum einen ordnungspolitischen Rahmen zu schaffen, der sich nicht nur durch solide Staatsfinanzen, sondern zugleich durch ein stabiles Finanzsystem auszeichnet. Dies ist kein Plädoyer für vorschnelle Maßnahmen. Der wichtigste Beitrag zur Stabilisierung der Märkte muss von den Problemländern geleistet werden, indem sie die angekündigten Konsolidierungsmaßnahmen konsequent umsetzen. Zusammen mit der erhöhten Schlagkraft der EFSF müsste es damit gelingen, das Vertrauen der Märkte in die Staatsfinanzen des Euro-Raums zu stabilisieren. Darauf sollte man zunächst setzen.

**186.** Allerdings kann man insbesondere unter ungünstigeren konjunkturellen Vorzeichen und in Anbetracht der zunehmend unsicheren politischen Lage in Griechenland nicht ausschließen, dass die Verunsicherung der Investoren gleichwohl weiter anhält und so die ohnehin nicht einfache Konsolidierungsaufgabe zusätzlich erschwert. Im Falle eines solchen ungünstigen Szenarios würde die seit dem letzten Jahr verfolgte Strategie einer zunehmenden Ausweitung der EFSF an ihre Grenzen stoßen. Es drohte dann entweder ein unkontrolliertes Auseinanderbrechen der Währungsunion oder ein ordnungspolitisch höchst bedenklicher, unbegrenzter Ankauf von Wertpapieren durch die EZB.

**187.** Für den Fall, dass sich die jetzt beschlossene Verstärkung der EFSF trotz anhaltender Konsolidierungs- und Reformbemühungen der Mitgliedsländer erneut als unzureichend erweisen sollte, wäre deshalb ein Modell zu prüfen, das auf der einen Seite einen umfassenderen Beistand als die EFSF vorsieht, zugleich aber sehr viel stringenter Mechanismen zum Abbau der Staatsverschuldung beinhaltet. Das im folgenden skizzierte Modell eines „**Schuldentilgungspakts**“ stellt eine bewusste Abkehr von der bisherigen Praxis dar, Schulden durch immer höhere Schulden abzusichern, indem es einen verbindlichen Tilgungsplan vorsieht, der – neben der verpflichtenden Einführung nationaler Schuldenbremsen – durch die Währungsreserven der Teilnehmerländer und speziell für die Tilgung vorgesehene Steuern abgesichert wird.

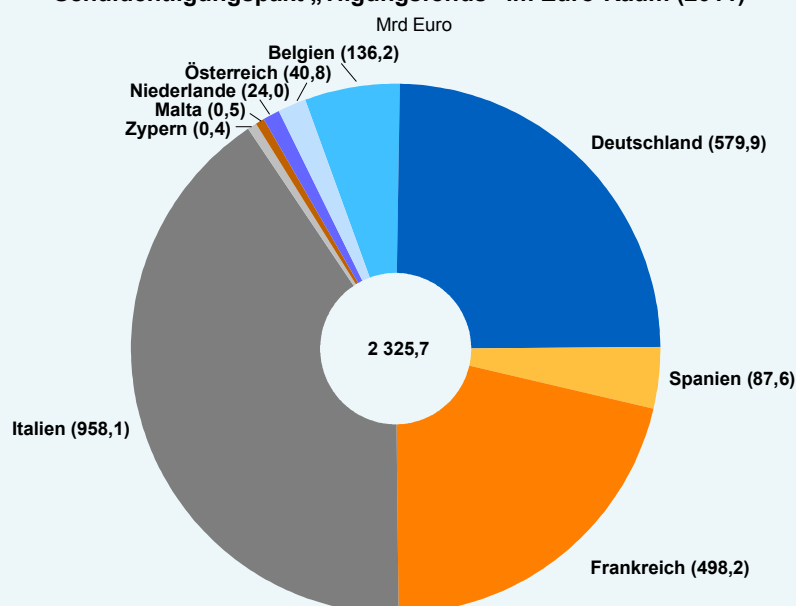
**188.** Die Idee des Schuldentilgungspakts besteht darin, Schulden, die den Referenzwert des Vertrags von Maastricht in Höhe von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts übersteigen, in einen gemeinsamen Tilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung auszulagern. Gleichzeitig würde für jedes Land ein Konsolidierungspfad festgelegt, bei dem die ausgelagerten Schulden eigenverantwortlich in einem Zeitraum von 20 bis 25 Jahren getilgt werden. Dies entspricht in etwa der Schuldenstandsregel des SWP, wonach der die 60 vH-Grenze überschreitende Schuldenstand in jährlichen Schritten von jeweils 1/20 abgebaut werden soll.

Die allein bei den teilnehmenden Ländern verbleibenden Schulden würden zusätzlich durch die Einführung nationaler Schuldenbremsen begrenzt. Zur Stabilisierung der europäischen Finanzmärkte eröffnet der Schuldentilgungspakt den Mitgliedsländern des Euro-Raums die Möglichkeit, ihren laufenden Finanzierungsbedarf (für die Tilgung ausstehender Anleihen sowie für die Neuverschuldung) so lange über den **Tilgungsfonds** zu decken, bis der Finanzierungsrahmen ausgeschöpft ist. Da somit die bestehenden Schulden nicht schlagartig in den Fonds ausgelagert werden, sondern sukzessive über einen Einstiegszeitraum (**Roll-in-Phase**) von etwa fünf Jahren, werden starke Anreize zur fiskalischen Disziplin gesetzt. Danach würde sich der Schuldenstand eines Landes zusammensetzen aus:

- Schulden, für die es individuell haftet, in Höhe von 60 vH seines Bruttoinlandsprodukts, sowie
- Schulden, die zum Zeitpunkt der Auslagerung den Referenzwert von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts übersteigen und in den Tilgungsfonds ausgelagert wurden. Diese Schulden werden ebenfalls eigenverantwortlich getilgt. Es besteht eine vorrangige Haftung des auslagernden Landes, bei nachrangiger Haftung des gesamten Tilgungsfonds.

Schaubild 32

### Schuldentilgungspakt „Tilgungsfonds“ im Euro-Raum (2011)<sup>1)</sup>



1) Staatliche Schulden, die die Schuldenstandsquote von 60 vH überschreiten. Die Länder Griechenland, Irland und Portugal sind nicht enthalten, weil sie sich in einem Anpassungsprogramm befinden.

Quelle: EU

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Demnach würde in den nächsten Jahren beim Tilgungsfonds ein Bestand an Anleihen in Höhe von rund 2,3 Billionen Euro entstehen. Deutschland würde mit 25 vH nach Italien mit 41 vH den größten Anteil an diesem Portfolio stellen. Weitere wichtige Schuldner des Tilgungsfonds wären Frankreich, Belgien und Spanien (Schaubild 32).

**189.** Entscheidend ist für dieses Konzept, dass die Schulden nach der Roll-in-Phase im Tilgungsfonds betragsmäßig nach oben begrenzt sind und dass außerdem jedes Land verpflichtet ist, diese über einen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren eigenverantwortlich zu tilgen. Zu einem Transfer zwischen den beteiligten Ländern käme es nur, wenn der Haftungsfall einträte, dessen Umfang die hinterlegten Sicherheiten überschreitet (Ziffer 190). Durch die gemeinschaftliche Haftung während der Tilgungsphase werden **sichere Anleihen** geschaffen, mit denen sich das europäische Finanzsystem stabilisieren lässt, bis die nationalen Anleihemärkte wieder ausreichend funktionsfähig sind. Die Zuweisungen an den Tilgungsfonds müssten daher so ausgestaltet werden, dass dadurch ein Abbau der ausgelagerten Schulden innerhalb eines Zeitraums von etwa 20 bis 25 Jahren gelingt. Zugleich muss sichergestellt werden, dass

- die Einrichtung des Tilgungsfonds einmalig und zeitlich begrenzt ist und
- die Schulden, für die die Mitgliedsländer allein haften, nicht wieder über die im Vertrag von Maastricht vereinbarte Grenze von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts hinauswachsen.

**190.** Der Tilgungsfonds, der Anleihen an dem historischen Beispiel eines vergleichbaren Fonds in den Vereinigten Staaten aus dem Jahr 1790 nimmt (Kasten 9, Seiten 112 f.), ist in dieser Form nur zu vertreten, wenn die gemeinsame Haftung mit einer **strikten fiskalischen Disziplin** einhergeht. Diese muss auf fünf Säulen basieren:

- Als institutioneller Rahmen erfordert der Tilgungsfonds die Implementierung einer **nationalen Schuldenbremse** in den Verfassungen der Teilnehmerländer, da nur so die Glaubwürdigkeit der langfristigen Konsolidierungsverpflichtung gewährleistet werden kann. Die Schuldenbremsen sollten sich an den Zielen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts orientieren. Insbesondere sollte sichergestellt werden, dass das strukturelle Haushaltsdefizit nach einer Übergangsphase die Grenze von 0,5 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukt nicht überschreitet. Die Bindungswirkung der nationalen Schuldenbremsen sollte zudem verstärkt werden, indem diese zusätzlich von einer unabhängigen europäischen Instanz überprüft werden, etwa durch den Europäischen Rechnungshof. Verstöße ein Land gegen die Vorgaben seiner Schuldenbremse, wäre eine sofortige Strafzahlung an den Tilgungsfonds zu leisten, zu der sich die Länder vor der Teilnahme am Schuldentilgungspakt verpflichten (analog zum „Schuldensoli“, JG 2009 Ziffer 128). Da der Vorschlag auf den Euro-Raum begrenzt ist, wäre es am einfachsten, bei jedem festgestellten Verstoß gegen die Schuldenbremse automatisch den Anteil des betreffenden Landes an den Zentralbankgewinnen als beschleunigte Tilgung an den Tilgungsfonds abzuführen.
- Eine zweite zentrale fiskalische Absicherung des Tilgungsfonds besteht in einer gemeinsam festgelegten **mittelfristigen Konsolidierungs- und Wachstumsstrategie** für alle

Teilnehmerländer. Sie sollte so ausgestaltet sein, dass es über einen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren möglich wird, eine Schuldenstandsquote von 60 vH zu erreichen. Eine wichtige Rolle sollten dabei mittelfristige Pfade für die von der Politik kontrollierbaren öffentlichen Ausgaben spielen. Zudem sollte die Strategie einen Katalog konkreter Maßnahmen für Strukturreformen enthalten. Es soll ferner die Möglichkeit bestehen, die gemeinsame **Haftung für neue Schulden zu stoppen**, wenn ein Land den in der Konsolidierungs- und Wachstumsstrategie vorgegebenen Verpflichtungen nicht nachkommt. Das „Roll-in“ würde dann unmittelbar abgebrochen werden und das betreffende Land wäre wieder voll den Mechanismen der internationalen Finanzmärkte ausgesetzt.

- Zur Sicherstellung der Schuldentilgung gegenüber dem Fonds muss sich ein Teilnehmerland drittens verpflichten, einen **Aufschlag auf eine nationale Steuer** (Mehrwertsteuer und/oder Einkommensteuer) vorzunehmen, dessen Aufkommen nicht in den nationalen Haushalt fließt, sondern direkt dem Tilgungsfonds zu Gute kommen muss. Dem Beispiel der meisten US-amerikanischen Bundesstaaten folgend wäre dabei daran zu denken, dass den Zahlungen für den Tilgungsfonds durch die nationalen Verfassungen ein Vorrang vor anderen Ausgaben eingeräumt wird (Cooley und Marimon, 2011).
- Um die Haftungsrisiken zu begrenzen und gleichzeitig eine Eigenbeteiligung vorzusehen, müssen alle Teilnehmerländer zur Absicherung ihrer Verbindlichkeiten einen Teil ihrer **nationalen Währungsreserven** (Devisen- oder Goldreserven) verpfänden. Die Goldbestände der Notenbanken sind unter geld- und währungspolitischen Aspekten schon seit Jahrzehnten funktionslos geworden und können somit ohne eine Beeinträchtigung der nationalen Wirtschaftspolitik als Pfand für eine sehr weitreichende Haftungsübernahme eingesetzt werden. Für ein einzelnes Mitgliedsland des Euro-Raums sind auch die Devisenreserven funktionslos geworden, da die Verantwortung für Interventionen am Devisenmarkt in der Hand der EZB liegt. Insgesamt sollte ein Betrag in Höhe von 20 vH der vom Fonds übernommenen Kredite in dieser Weise abgesichert werden.
- Für den Fall, dass ein einzelnes Teilnehmerland aus der gesamtschuldnerischen Haftung in Anspruch genommen wird, könnten dessen Risiken dadurch beschränkt werden, dass ein Lastenausgleich zwischen den noch solventen Teilnehmerländern vereinbart wird.

#### Kasten 9

##### **Alexander Hamilton und die Restrukturierung der US-Staatsschuld im Jahr 1790**

Als Folge des amerikanischen Unabhängigkeitskriegs (1775-1783) hatte sich in den Vereinigten Staaten eine hohe Verschuldung des Bundes und der Bundesstaaten aufgebaut. Der damalige Finanzminister Alexander Hamilton entschied sich in dieser Situation dafür, eine Haftung des Bundes für sämtliche Anleihen zu übernehmen. Hamilton wollte damit vermeiden, dass die Reputation der Nation durch einen Schuldenschnitt beschädigt wurde, und zugleich dazu beitragen, dass für die Anleger auf diese Weise eine sichere Anlageform geschaffen wurde. Hamiltons Plan wurde im Juli 1790 umgesetzt. Dazu wurden alle ausstehenden Anleihen in „ewige Anleihen“ umgestellt, das heißt, es wurde zeitlich unbefristet ein Zinssatz von 4 % gezahlt, ohne dass eine Rückzahlung vorgesehen war (Consols). Im Jahr 1792 etablierte Hamilton einen Tilgungsfonds

(Sinking Fund). Diesem flossen vorbestimmte Einnahmen aus Zöllen und Verbrauchsteuern zu, um damit ausstehende Anleihen zurückzukaufen und die Verschuldung zu tilgen. Das Programm Hamiltons wird allgemein als erfolgreich beurteilt; Bordo und Vegh (2002) sprechen von „one of the most successful financial programs in history“. Es trug dazu bei, die Bonität der Vereinigten Staaten zu sichern, einen großen US-amerikanischen Anleihemarkt zu schaffen und den Staaten eine Refinanzierung zu niedrigen Zinsen zu ermöglichen.

**191.** Der Schuldentilgungspakt könnte durchaus einer Prüfung durch das **Bundesverfassungsgericht** standhalten. Gemäß seinem Urteil vom 7. September 2011 darf der Deutsche Bundestag seine Budgetverantwortung nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen auf andere Akteure übertragen. Entscheidend ist einerseits die Möglichkeit des deutschen Gesetzgebers, im Einzelfall über ausgabenwirksame Hilfszahlungen an europäische Partner zu entscheiden. Andererseits müssen die auf den Bundeshaushalt potenziell zukommenden Belastungen zeitlich, sachlich und der Höhe nach begrenzt sein.

Deutscher Bundestag und Bundesrat haben die Möglichkeit, über die Einrichtung eines Tilgungsfonds im Rahmen des Schuldentilgungspakts zu entscheiden. Damit wird das finanzielle Volumen, für welches Deutschland maximal haften würde, festgelegt. Der auf die zuvor genannte Weise geschaffene Tilgungsfonds würde sich durch die Ausgabe eigener, konstruktionsbedingt unter gemeinschaftlicher Haftung aufgelegter Anleihen refinanzieren. Sind die letzten Schulden im Tilgungsfonds getilgt, entfällt auch die Notwendigkeit für die Ausgabe dieser Anleihen. Mit der Zeit schaffen sich die Gemeinschaftsanleihen daher automatisch ab. Zwar würde der Gesetzgeber nicht über jede einzelne auszugebende Anleihe des Tilgungsfonds entscheiden können. Aber er würde das maximale Volumen des Fonds festlegen, im Rahmen dessen Anleihen begeben werden könnten. Durch die Entscheidungen anderer Mitgliedsländer erhöht sich dieser Betrag nicht, sodass der Gesetzgeber hinreichend an den ausgabenwirksamen Entscheidungen des Fonds beteiligt sein dürfte.

Genau wie die anderen Mitgliedsländer würde Deutschland seinen eigenen Tilgungsverpflichtungen für die an den Tilgungsfonds transferierten Schulden nachkommen müssen. Eine neue Belastung träte aufgrund dieser Tilgungszahlungen nicht auf. Vermutlich müssten jedoch höhere Zinsen als zum heutigen Zeitpunkt gezahlt werden. Zwar bestünde eine gemeinschaftliche Haftung für den Tilgungsfonds in Höhe von maximal 2,3 Billionen Euro, für die Deutschland dann eintreten müsste, wenn alle anderen europäischen Schuldner ausfallen und ihre Schulden nicht bedienen könnten. Dieser Haftungsfall ist jedoch sehr unwahrscheinlich. Etwas höher wäre die Wahrscheinlichkeit, dass ein einzelnes Land seinen Zinszahlungen nicht nachkommt. Die dadurch auftretenden Belastungen sind jedoch begrenzt. Das Haftungsrisiko, das auf Deutschland jährlich zukäme, dürfte den deutschen Gesetzgeber somit nicht übermäßig stark binden und daran hindern, sein Haushaltsrecht effektiv wahrzunehmen.

Die mit dem Schuldentilgungspakt verbundenen Sicherungsmechanismen dienen zusätzlich dazu, das Haftungsrisiko für die finanzstarken Länder, insbesondere für Deutschland zu beschränken. Da die Währungsreserven bereits zu Beginn des „Roll-in“ in voller Höhe deponiert werden müssen, wäre auch für den ungünstigen Fall eine Vorsorge getroffen, dass es in einem

Land nicht möglich sein sollte, eine Schuldenbremse verfassungsrechtlich zu fixieren, wodurch seine Teilnahme am Schuldentilgungspakt beendet werden müsste. Eine Begrenzung der finanzpolitischen Verpflichtungen, die Deutschland mit dem Schuldentilgungspakt eingeht, dürfte somit der Höhe nach sichergestellt werden können.

**192.** Kritischer ist die **zeitliche Begrenzung** des Tilgungsfonds. Für den Abbau der an den Tilgungsfonds transferierten Schulden wären etwa 20 bis 25 Jahre zu veranschlagen. In diesem relativ langen Zeitraum dürften für die europapolitischen Akteure und für die Mitgliedsländer immer wieder Versuchungen bestehen, den Tilgungsfonds in eine permanente Einrichtung zu transformieren. Damit würde die Verschuldung im Euro-Raum auf Dauer vergemeinschaftet. Die Einrichtung eines Tilgungsfonds kann daher nur dann ernsthaft in Angriff genommen werden, wenn durch die vertragliche Gestaltung ausgeschlossen wird, dass der Tilgungsfonds eine permanente Einrichtung zur Refinanzierung der Euro-Länder wird. Vollständig glaubwürdig wird die Schaffung des Fonds als vorübergehende Einrichtung in den Europäischen Verträgen allerdings nicht sein können. Die Analyse von Zentralisierungsprozessen in Föderalstaaten belegt eindrücklich, dass einmal geschaffene Institutionen auf einer übergeordneten staatlichen Ebene kaum wieder in die Kompetenz nachgelagerter Gebietskörperschaften zurückverlagert werden. Vor die Perpetuierung des Tilgungsfonds müsste der deutsche Gesetzgeber daher von Beginn an ein Junktim mit Artikel 146 Grundgesetz setzen.

**193.** Von zentraler Bedeutung für den Schuldentilgungspakt ist die Gestaltung der von den Teilnehmerländern zu leistenden **Zahlungen für Zinsen und Tilgung**. Sie sollten als fester Anteil des Bruttoinlandsprodukts definiert und so festgelegt werden, dass die Verbindlichkeiten in 20 bis 25 Jahren vollständig getilgt wären. Da die Zahlungen somit konjunkturabhängig wären, würde ein automatischer Stabilisator zur Absicherung asymmetrischer Schocks etabliert, der allerdings vergleichsweise schwach ausgeprägt wäre.

Um einem Land die Möglichkeit zu geben, den für die mittelfristig zu leistenden Zahlungen erforderlichen Primärüberschuss aufzubauen, könnten die Zahlungen in den ersten fünf Jahren sukzessive an das mittelfristig erforderliche Niveau angepasst werden. Dieser Anpassungspfad ließe sich beispielsweise so ausgestalten, dass jedes Land zunächst jeweils ein Prozent der in den Fonds ausgelagerten Schulden tilgt und zusätzlich Zinszahlungen auf seinen Anteil im Tilgungsfonds leistet. Nach fünf Jahren würde der Anteil der Zahlungen am Bruttoinlandsprodukt konstant gehalten.

**194.** Durch die gemeinschaftliche Haftung für den Tilgungsfonds entsteht den teilnehmenden hoch verschuldeten Ländern ein **Zinsvorteil auf die im Fonds gehaltene Schuld**, der zur Tilgung der Schulden genutzt werden kann, ohne die nationalen Haushalte zusätzlich zu belasten. Dadurch werden starke Anreize für eine Teilnahme geschaffen, die es erleichtern dürften, bei den nationalen Parlamenten die Zustimmung für die im Schuldentilgungspakt vereinbarten Maßnahmen zu finden. Für Deutschland dürfte sich hingegen eine leichte Zusatzbelastung ergeben, die dadurch begrenzt wäre, dass bei einem Volumen des Tilgungsfonds von 2,3 Billionen Euro ein sehr liquider Markt geschaffen würde, wovon zinssenkende Effekte zu erwarten sind.

**195.** Die Funktionsweise des Finanzierungsmechanismus soll am **Beispiel Italiens** verdeutlicht werden, wobei als Ausgangsjahr das Jahr 2012 unterstellt ist (Tabelle 13, Seite 116). Bei einer derzeitigen Schuldenstandsquote von 120,3 vH mit einer Gesamtverschuldung von 1 911 Mrd Euro würde Italien 958 Mrd Euro in den Fonds auslagern; dies entspricht den 60,3 Prozentpunkten, um welche die Schuldenstandsquote im ersten Jahr über dem Zielwert von 60 vH liegt. Die allein in nationaler Haftung verbliebene Verschuldung in Höhe von 953 Mrd Euro würde genau 60 vH gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt betragen. Die Schulden würden ausgelagert, indem sich Italien so lange über den Tilgungsfonds refinanziert, bis der Finanzierungsrahmen in Höhe von 958 Mrd Euro ausgeschöpft ist (Roll-in). Legt man die Laufzeiten der aktuell durch Italien begebenen Anleihen zu Grunde, dürfte dies etwa im Jahr 2016 der Fall sein. Da bereits ab dem ersten Jahr Zins- und Tilgungszahlungen an den Fonds zu leisten sind, läge die Höhe der ausgelagerten Schuld am Ende der Roll-in-Phase mit 923 Mrd Euro (Tabelle 13, Zeile 2) bereits unter dem am Anfang festgelegten Finanzierungsrahmen. Die allein in nationaler Haftung verbliebenen Schulden würden bis dahin bei konstanter Schuldenstandsquote von 60 vH aufgrund des unterstellten nominalen Wirtschaftswachstums von 3 vH auf 1 073 Mrd Euro ansteigen (Tabelle 13, Zeile 8).

Die Berechnung der **jährlichen Zahlungen** an den Tilgungsfonds setzt am Endstand der bis zum Jahr 2016 an den Fonds übertragenen Schulden in Höhe von 923 Mrd Euro an und der Zielsetzung, diese bei einer jährlichen Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 3 vH innerhalb von insgesamt 25 Jahren zu tilgen. Unterstellt man, der Fonds könne sich zu einem Zinssatz von 4 % refinanzieren, ergeben sich für Italien im ersten Jahr nach der fünfjährigen Roll-in-Phase Zahlungen in Höhe von jährlich 3 vH des Bruttoinlandsprodukts, die sich zusammensetzen aus Zinsen und Tilgung. Die laufenden Zahlungen blieben relativ zur Wirtschaftsleistung für die gesamte Restlaufzeit konstant, wobei sich lediglich die Aufteilung zwischen Zins- und Tilgungszahlung verändert. Während der Roll-in-Phase sind die Zuweisungen zunächst geringer und richten sich nach dem Anteil der bereits über den Tilgungsfonds finanzierten Schulden. Nach 24 Jahren Gesamtlaufzeit hätte Italien seine Schulden im Tilgungsfonds vollständig getilgt.

Für Italien wäre so von Beginn an ein gleichbleibender **Primärüberschuss in Höhe von 4,2 vH** gemessen am Bruttoinlandsprodukt erforderlich, um den gesamten Schuldenstand bis zum Ende der Laufzeit des Tilgungsfonds auf 60 vH des Bruttoinlandsprodukts zu reduzieren (Tabelle 13, Schaubild 33, Seite 117). Dies ist ein ehrgeiziges Ziel, aber laufende Planungen sehen – der Prognose des IWF zufolge – für das Jahr 2012 eine Quote des Primärüberschusses von 2,6 vH und für die darauffolgenden Jahre von 4 vH (2013) und 4 ½ vH (2014 bis 2016) vor. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es für Italien durch die Finanzierung mittels des Fonds zu einer deutlichen Entlastung bei den laufenden Zinszahlungen kommt. Unterstellt man, dass Italien ohne Beteiligung am Tilgungsfonds für seine Schulden einen Zinssatz von 7 % leisten müsste, wäre nach der „Roll-in-Phase“ ein Primärsaldo von 7,3 vH zu erzielen, um den Schuldenstand ebenfalls auf 60 vH zurückzuführen. Die Konsolidierungsaufgabe wäre somit erheblich schwieriger zu bewerkstelligen.



Tabelle 13

**Italien: Stilisierte Entwicklung der Zahlungsverpflichtungen und Schuldenstandsquoten bei Inanspruchnahme des Tilgungsfonds**

	Einheit	Roll-in-Phase					2017	2018	2026	2031	2035
		2012	2013	2014	2015	2016					
<b>Konsolidierung mit Schuldentilgungspakt</b>											
Refinanzierung über den Fonds <sup>1)</sup>	Mrd Euro	321,0	243,0	121,0	175,0	97,7	-	-	-	-	-
Schuldenstand im Fonds .....	Mrd Euro	321,0	560,8	674,6	839,4	923,2	906,2	887,0	631,9	353,2	40,8
	vH <sup>4)</sup>	20,2	34,3	40,0	48,3	51,6	49,2	46,8	26,3	12,7	1,3
Zahlung an den Fonds .....	Mrd Euro	16,1	29,6	37,2	47,4	53,9	55,5	57,2	72,4	84,0	42,4
	vH <sup>4)</sup>	1,0	1,8	2,2	2,7	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	1,4
davon:											
Zinsen .....	Mrd Euro	12,8	22,4	27,0	33,6	36,9	36,2	35,5	25,3	14,1	1,6
Tilgung .....	Mrd Euro	3,2	7,2	10,2	13,9	17,0	19,3	21,7	47,2	69,8	40,8
Schuldenstand außerhalb des Fonds .....	Mrd Euro	1 590,0	1 375,6	1 284,1	1 139,4	1 073,0	1 105,2	1 138,3	1 442,0	1 671,7	1 881,5
	vH <sup>4)</sup>	100,1	84,1	76,2	65,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Schuldenstand insgesamt .....	Mrd Euro	1 911,0	1 936,5	1 958,9	1 979,1	1 996,6	2 011,8	2 025,7	2 074,4	2 025,5	1 923,0
	vH <sup>4)</sup>	120,3	118,3	116,2	114,0	111,6	109,2	106,8	86,3	72,7	61,3
Erforderlicher Primärsaldo <sup>2)</sup> .....	vH <sup>4)</sup>	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	2,6
<b>Konsolidierung ohne Schuldentilgungspakt</b>											
Ausgeglichener Haushalt <sup>3)</sup> (vH <sup>4)</sup> )											
Erforderlicher Primärsaldo bei einem Nominalzins von ...											
5 % p.a. ....		6,0	5,8	5,7	5,5	5,3	5,2	5,0	4,0	3,4	3,0
7 % p.a. ....		8,4	8,2	7,9	7,7	7,5	7,3	7,1	5,6	4,8	4,3
Schuldenstandsquote bei einem Nominalzins von ...											
5 % p.a. ....		120,3	116,8	113,4	110,1	106,9	103,7	100,7	79,5	68,6	60,9
7 % p.a. ....		120,3	116,8	113,4	110,1	106,9	103,7	100,7	79,5	68,6	60,9

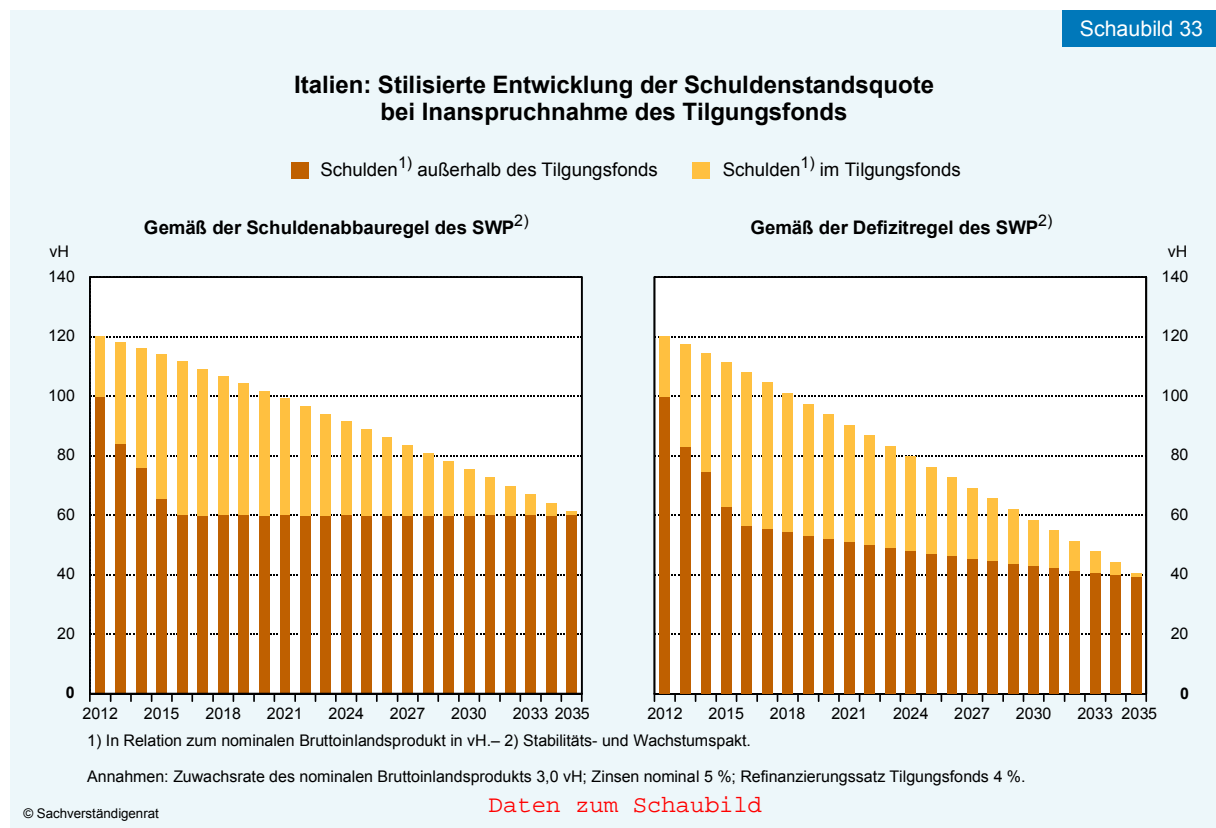
1) Die Refinanzierung deckt in den ersten Jahren den vollständigen Refinanzierungsbedarf des Landes ab, der über die Fälligkeitsstruktur der ausstehenden Anleihen ermittelt wurde. Für fällige, kurzfristige Schatzanweisungen wurde angenommen, dass diese zur Hälfte über den Tilgungsfonds refinanziert werden. Im ersten Jahr ist ferner ein zu finanzierendes Defizit in Höhe von 17 Mrd Euro unterstellt. Die Summe über die Jahre 2012 bis 2016 beträgt 958 Mrd Euro.– 2) Die Schuldenstandsquote ohne Berücksichtigung der Schulden des Tilgungsfonds wird in Höhe von 60 vH über den gesamten Zeitraum konstant gehalten.– 3) Ein jederzeit ausgeglichener Haushalt führt unter den Annahmen dieser Projektion zu einer Schuldenstandsquote von 61 vH nach Abbau des Schuldentilgungsfonds.– 4) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.

Annahmen: Schuldenstandsquote 120 vH, nominales Bruttoinlandsprodukt 1 589 Mrd Euro, Bruttoschulden 1 911 Mrd Euro (jeweils zu Beginn der Roll-in-Phase); Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts 3,0 vH; Zinsen nominal 5 %; Refinanzierungssatz Tilgungsfonds 4 %.

Daten zur Tabelle

Bei dem exemplarisch betrachteten Schuldentilgungspfad, welcher der reformierten Schuldenstandsregel des SWP entspricht, ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser im Fall Italiens weniger ambitioniert ist als das mittelfristige Haushaltsziel des SWP, das eine maximale Quote des strukturellen Defizits von 0,5 vH vorsieht. Die bei einer Teilnahme am Schuldentil-

gungspakt zu implementierenden nationalen Schuldenbremsen müssten im Prinzip diesem Ziel entsprechen. Ähnlich wie in Deutschland würde im Rahmen der Umsetzung eine Übergangsphase definiert, bis die Schuldenbremse ihre volle Bindungswirkung entfaltet. Im Beispiel von Italien würde sich daraus mittelfristig ein zusätzlicher Konsolidierungsbedarf in Höhe von 1 vH des Bruttoinlandsprodukts ergeben. Bis zum Auslaufen des Tilgungsfonds würden dadurch die in allein nationaler Haftung verbliebenen Schulden unter einen Wert von 40 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken (Schaubild 33).



**196.** Für Deutschland würde die Teilnahme am Tilgungsfonds bedeuten, dass die ausgelagerten Schulden ebenfalls im Jahr 2035 getilgt wären. Da die Zahlungen an den Tilgungsfonds defizitwirksam sind, führt die Implementierung des Schuldentilgungspakts in Deutschland sogar zu einer über die Vorgaben der Schuldenbremse hinausgehenden Konsolidierung. Der dadurch erforderliche Primärüberschuss liegt um etwa 0,5 vH des Bruttoinlandsprodukts höher als wenn die Konsolidierung allein durch die Schuldenbremse erfolgte. Somit würde Deutschland für seine gesamte Staatsschuld bereits im Jahr 2023 die Grenze von 60 vH des Bruttoinlandsprodukts unterschreiten können. Allein aufgrund der Schuldenbremse wäre dies erst drei Jahre später der Fall.

Was die zusätzlichen Zinskosten anbelangt, ergibt sich bei einem unterstellten Zinsdifferenzial von einem Prozentpunkt zwischen den Refinanzierungskosten des Tilgungsfonds und denen Deutschlands und einer in den Fonds übertragenen Schuld von 579 Mrd Euro eine zusätzliche jährliche Zinsbelastung von etwa 0,3 vH des Bruttoinlandsprodukts. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die derzeit extrem niedrigen Zinssätze für deutsche Anleihen in erster Li-

nie der krisenhaften Entwicklung des Euro-Raums geschuldet sind und somit nicht als ein mittelfristiges Gleichgewichtsniveau angesehen werden können.

**197.** Gelingt es mit der durch die Beschlüsse vom 26. Oktober 2011 gewonnenen Zeit nicht, eine Wende in der EU-Schuldenkrise zu erreichen, und können sich die Mitgliedsländer des Euro-Raums nicht auf eine Lösung im Sinne des Schuldentilgungspakts einigen, so verbleiben zwei Möglichkeiten, um eine drohende Finanzkrise abzuwenden. In ihrer Funktion als Lender of Last Resort käme die **Europäische Zentralbank** im ungünstigsten Fall nicht umhin, erneut Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt anzukaufen. Dies wäre ordnungspolitisch äußerst bedenklich. Eine andere Möglichkeit bestünde darin, mit einer Politik kleiner Schritte den **Europäischen Stabilitätsmechanismus** in Anlehnung an die jüngsten Beschlüsse zu hebeln. Dabei besteht die Gefahr, dass das einzusetzende Finanzvolumen eben solche Dimensionen erreichen könnte, wie sie für den Tilgungsfonds vorzusehen sind, ohne dass ein hinreichend strukturiertes Konsolidierungsprogramm zur Rückführung der Schulden in den überschuldeten Mitgliedsländern eingerichtet werden könnte. Die EZB wäre dann ebenfalls nicht sicher von ihrer Funktion als Lender of Last Resort befreit.

## VII. Perspektiven für die Europäische Währungsunion

**198.** Die aktuelle Krise der Europäischen Währungsunion reflektiert ein tiefliegendes konzeptionelles Problem. Während im Bereich der Geldpolitik mit der einheitlichen Währung und einem gemeinsamen Zentralbanksystem eine sehr weitreichende Integration erreicht wurde, besteht bei der Fiskalpolitik ein ebenso ineffizientes wie konflikthanfälliges Nebeneinander nationaler Kompetenzen mit gemeinschaftlichen Überwachungs- und Krisenmechanismen. Wenn die Währungsunion in Zukunft über eine deutlich widerstandsfähigere Architektur verfügen soll, müssen Lösungen gefunden werden, bei denen die Fiskaldisziplin deutlich verstärkt wird.

### 1. Bisherige Reformen reichen nicht aus

**199.** Der **Vertrag von Maastricht** und der auf ihm aufbauende ursprüngliche Stabilitäts- und Wachstumspakt setzten darauf, Fiskaldisziplin bei weitgehend nationalen Kompetenzen mit einer Kombination aus Regelbindung, diskretionären politischen Entscheidungsprozessen und Marktdisziplin zu erreichen. Mit der 3 vH-Grenze für die Defizitquote und der 60 vH-Grenze für die Schuldenstandsquote wurden zwei Regeln für die nationalen Fiskalpolitiken fixiert. Allerdings werden Überschreitungen nicht automatisch sanktioniert, sondern im Rahmen der komplexen Mechanismen des Stabilitäts- und Wachstumspakts einem diskretionären Entscheidungsprozess des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister unterworfen. Durch die No-bail-out Klausel und den Verzicht auf einen expliziten Krisenmechanismus sollte zugleich dafür gesorgt werden, dass die Mitgliedsländer einem hinreichenden Disziplinierungsdruck durch die Finanzmärkte ausgesetzt sind.

**200.** Im Rückblick zeigen sich erhebliche **Schwächen dieser Architektur**. Die im Vertrag von Maastricht fixierten Regeln erwiesen sich als unzureichend, weil sie erstens die Möglich-