



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

---

## Der Europäische Schuldentilgungspakt – Fragen und Antworten

---

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Arbeitspapier 01/2012  
Stand: 25. Januar 2012

## Der Europäische Schuldentilgungspakt – Fragen und Antworten

### Übersicht zu den Fragen

1. Warum reichen die Gipfelbeschlüsse vom 9. Dezember 2011 nicht aus?
2. Welche Ziele verfolgt der Schuldentilgungspakt?
3. Wie funktioniert der Schuldentilgungspakt?
4. Warum werden gerade die Schulden über 60 % des BIP ausgelagert?
5. In welcher Beziehung steht der Schuldentilgungspakt zum verschärften SWP und den Gipfelbeschlüssen zum Fiskalpakt vom 9. Dezember 2011?
6. Wer nimmt am Schuldentilgungspakt teil?
7. Wie funktioniert die Auslagerung der Schulden?
8. Kommt es bei der Schuldentilgung zu direkten Transferzahlungen?
9. Ist sichergestellt, dass die niedrigeren Zinsen des Schuldentilgungspakts die Konsolidierungsbemühungen in den Problemländern nicht vermindern?
10. Welche Refinanzierungskosten wären für den Schuldentilgungsfonds zu erwarten?
11. Welche Mehrbelastungen entstünden für Deutschland?
12. Wie hoch sind die jährlichen Zuweisungen an den Schuldentilgungsfonds?
13. Was unterscheidet den Vorschlag von Euro-Bonds?
14. Was ist der Unterschied zu dem Delpla/Weizsäcker-Vorschlag (blue/red bonds)?
15. Wie groß ist das maximale Volumen des Schuldentilgungsfonds?
16. Welche Laufzeit hat der Schuldentilgungsfonds?
17. Ist es realistisch, die Schuldenstandsquote in gut 20 Jahren auf 60 % zu reduzieren? Sind die damit verbundenen Konsolidierungsanforderungen nicht zu hoch?
18. Benötigt man nach der Einführung des Schuldentilgungspakts noch die/den EFSF/ESM?
19. Ist eine teilschuldnerische Haftung möglich?
20. Was passiert, wenn ein Land den Konsolidierungspfad nicht einhält? Müssen dann die stabilen Länder für die Schulden der schwachen Länder zahlen?
21. Welche Flexibilität bietet der Vorschlag bei unvorhergesehenen Schocks?
22. Welche Sicherungsmechanismen sind vorgesehen, um zu verhindern, dass es zum Eintritt des Haftungsfalls kommt?
23. Werden die hinterlegten Sicherheiten „gepoolt“?
24. Wie kann eine Ausweitung des Schuldentilgungsfonds (zeitlich und im Volumen) verhindert werden?
25. Was passiert, wenn ein Land seinen Verpflichtungen gegenüber dem Schuldentilgungsfonds nicht nachkommt?
26. Erfordert der Schuldentilgungspakt eine Veränderung der EU-Verträge oder kann er als völkerrechtlicher Vertrag ausgestaltet werden?

27. Können die Problemländer ihre Schulden nicht auch bei den derzeit hohen Zinsen eigenständig und dauerhaft tragen? Ist der Schuldentilgungspakt wirklich erforderlich?
28. Die Problemländer sind langfristig zu festen Konditionen verschuldet. Kann vor diesem Hintergrund die Konsolidierung nicht aus eigener Kraft gelingen?
29. Italien hatte bereits vor Eintritt in die Währungsunion ähnlich hohe und teilweise sogar deutlich höhere Zinsen zu tragen. Wieso ist die Situation nicht vergleichbar?
30. Wo gibt es weitere Informationen zum Schuldentilgungspakt?

### **1. Warum reichen die Gipfelbeschlüsse vom 9. Dezember 2011 nicht aus?**

Auf dem EU-Gipfel im Dezember 2011 wurde unter anderem die Einführung eines Fiskalpakts beschlossen, mit dem der Einstieg in den Abbau der übermäßigen Staatsschulden eingeleitet werden soll. Damit ist eine zentrale Voraussetzung für die Lösung der Schuldenkrise geschaffen worden. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass es weiterhin zu Refinanzierungsschwierigkeiten einzelner Länder im Euro-Raum kommt, solange die Finanzmärkte nicht nachhaltig davon überzeugt sind, dass die vereinbarte Konsolidierung auch durchgehalten wird.

Das bereits stark gestiegene Zinsniveau für einige Mitgliedstaaten des Euro-Raums reflektiert das hohe Maß an Unsicherheit an den Finanzmärkten. Ein abrupter Vertrauensverlust an den Märkten kann deshalb durch Herdenverhalten der Investoren sehr schnell zu einer „selbsterfüllenden Prophezeiung“ führen. Der dadurch ausgelöste weitere massive Zinsanstieg stellt dann die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung des betreffenden Landes tatsächlich infrage. Dass sich die Finanzierungsbedingungen für einige Euro-Mitgliedsländer weiter verschlechtern, kann daher – selbst bei glaubwürdigen und prinzipiell geeigneten Reformen – nicht ausgeschlossen werden.

Im äußersten Fall kann ein solches Land die Fähigkeit verlieren, ausstehende Anleihen am internationalen Finanzmarkt zu refinanzieren und eine Liquiditätskrise könnte sich so zu einer Solvenzkrise entwickeln. Ohne eine Umsetzung des Schuldentilgungspakts ist deshalb zu befürchten, dass

- (a) die EZB als Reaktion auf erneute Finanzierungsengpässe in deutlich höherem Umfang als bisher Staatsanleihen aufkaufen muss,
- (b) die Euro-Länder sich quasi über Nacht auf eine unbegrenzte gemeinschaftliche Finanzierung durch Euro-Bonds einigen,
- (c) die Währungsunion unkontrolliert auseinanderbricht.

Der Sachverständigenrat lehnt jede dieser drei genannten Alternativen ab (JG 2011, Ziffern 172 ff.) und hat deshalb als möglichen Weg aus der Krise den „Schuldentilgungspakt“ zur Diskussion gestellt (JG 2011, Ziffern 184 ff.).

### **2. Welche Ziele verfolgt der Schuldentilgungspakt?**

Der Pakt soll als Brücke in eine langfristige Stabilitätsordnung dienen, in der ein effektives Staatsinsolvenzregime herrscht (JG 2011, Ziffern 245 ff.). In einem solchen Regime könnte die Marktdisziplin präventiv wirken, indem sie eine exzessive Verschuldungsneigung über die 60 % Schuldenstandsquote

hinaus wirksam unterbindet, statt wie derzeit lediglich nachträglich und somit rein destruktiv zu wirken. Die Voraussetzung für die Implementierung eines präventiven und effektiven Staatsinsolvenzregimes ist jedoch, dass im Moment seiner Einrichtung alle Staaten dessen Anforderungen erfüllen. Um diesen Ausgangszustand zu erreichen, muss zunächst die übermäßige staatliche Verschuldung in allen Ländern der Eurozone auf unter 60 % abgebaut werden. Deshalb beinhaltet der Pakt die klare, langfristige und glaubwürdige Verpflichtung aller teilnehmenden Länder für den Schuldenabbau.

### **3. Wie funktioniert der Schuldentilgungspakt?**

Der Vorschlag sieht vor, dass die Schulden der Mitgliedsländer des Euro-Raums, die zu einem Stichtag die 60 % Grenze überschreiten, in einen Schuldentilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung ausgelagert werden. Im Gegenzug gehen die teilnehmenden Länder Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Schuldentilgungsfonds ein, die so berechnet sind, dass jedes Land seine ausgelagerten Schulden innerhalb von insgesamt etwa 25 Jahren tilgt. Um diesem Vorhaben die angestrebte Verbindlichkeit zu geben, werden an den – aus der Sicht von aktuellen Hochzinsländern – Vorzug der gemeinschaftlichen Haftung erhebliche Auflagen geknüpft. Dazu zählen insbesondere eigens zum Zwecke der Tilgung zu erhebende Steuern, die Hinterlegung von Sicherheiten und die Verpflichtung zur Aufstellung verbindlicher Konsolidierungs- und Strukturreformpläne.

Die verbleibenden nationalen Schulden dürfen wiederum eine Quote von 60 % des Bruttoinlandsprodukts nicht erneut übersteigen, um die Sinnhaftigkeit der Auslagerung nicht zu unterlaufen. Zu diesem Zweck werden Schuldenbremsen in Anlehnung an die deutschen und schweizerischen Regelungen in allen teilnehmenden Ländern eingeführt. Die Schuldenbremsen setzen die mittelfristigen Defizitvorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts um. Insbesondere stellen sie sicher, dass das strukturelle Defizit nach einer Übergangsphase einen Wert von 0,5 % des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreitet.

### **4. Warum werden gerade die Schulden über 60 % des BIP ausgelagert?**

Ziel des Vorschlags ist es, die in nationaler Verantwortung begebenen Schulden bis zum Jahr 2016 jeweils auf das im Vertrag von Maastricht vorgegebene Niveau von 60 % des Bruttoinlandsprodukts zu reduzieren.

### **5. In welcher Beziehung steht der Schuldentilgungspakt zum verschärften SWP und den Gipfelbeschlüssen zum Fiskalpakt vom 9. Dezember 2011?**

Die zentralen Eckwerte des Schuldentilgungspakts stehen im Einklang mit den Defizit- und Verschuldungsregeln des verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakts und dem Entwurf zu einem Fiskalpakt vom 9. Dezember 2011. Der Fiskalpakt enthält darüber hinaus auch die Forderung nach der Implementierung nationaler Schuldenbremsen, so wie es ebenfalls beim Schuldentilgungspakt vorgesehen ist. Hinsichtlich der Rückführung der Schuldenstandsquoten sehen die Vorgaben auf EU-Ebene eine jährliche Rückführung um 1/20 derjenigen Schulden vor, welche die Zielmarke von 60 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt übersteigen.

Die zeitliche Befristung des Schuldentilgungsfonds auf insgesamt etwa 20 Jahre erhöht zusammen mit der Bedingung, dass nach Abschluss der Roll-in-Phase die nationalen Schulden (außerhalb des Fonds) nicht mehr über 60 % ansteigen dürfen, die Bindungswirkung der 1/20-Regel. Der insbesondere für

die hochverschuldeten Länder durch die Auslagerung in den Schuldentilgungsfonds entstehende Zinsvorteil unterstützt diese zusätzlich beim verbindlich vereinbarten Schuldenabbau. Der Schuldentilgungspakt würde die Initiativen auf EU-Ebene daher sinnvoll flankieren, und zudem möglichen Liquiditätskrisen begegnen, die während der erforderlichen Konsolidierung in den nächsten Jahren auftreten können.

## **6. Wer nimmt am Schuldentilgungspakt teil?**

Die Teilnahme steht allen Mitgliedern des Euro-Raums offen, für die sich noch kein mögliches Solvenzproblem abzeichnet und die sich daher zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses noch in keinem Anpassungsprogramm befinden. Der Schuldentilgungspakt ist ein präventives Instrument, anders als die EFSF. Zumindest sollten daran aber die Mitgliedsländer des Euro-Raums teilnehmen, deren Schuldenstandsquote ein Niveau von 60 % des Bruttoinlandsprodukts übersteigt. Dies wären derzeit Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, die Niederlande, Belgien, Österreich, Zypern und Malta. Nicht zu den Kandidaten zählen aktuell diejenigen Länder, die sich gerade in einem Anpassungsprogramm befinden und über die EFSF, den IWF oder bilaterale Kredite finanziert werden (Griechenland, Irland, Portugal). Diese können dem Schuldentilgungspakt zwar bereits jetzt beitreten, dürften ihre Schulden aber erst nach dem erfolgreichen Abschluss der Anpassungsprogramme in den Schuldentilgungsfonds auslagern.

## **7. Wie funktioniert die Auslagerung der Schulden?**

Zu Beginn wird im Schuldentilgungspakt für jedes Land der konkrete Eurobetrag an Schulden vertraglich festgelegt, den es auslagern kann. Es muss vertraglich ausgeschlossen werden, dass dieser anschließend erhöht werden kann. Der Schuldentilgungsfonds emittiert eigenständige Anleihen, um mit den dadurch vereinnahmten finanziellen Mitteln den Refinanzierungsbedarf der Teilnehmerländer zu decken. Dies geschieht so lange, bis das maximale Auslagerungsvolumen aller Länder erreicht ist. Während dieser sogenannten Roll-in-Phase erfüllen die teilnehmenden Länder ihre ebenfalls im Vorhinein festgelegten Konsolidierungs- und Reformvereinbarungen, ähnlich wie bei den Anpassungsprogrammen der EFSF, und haben auf diese Weise die Gelegenheit, die Ernsthaftigkeit ihrer Zusicherungen zu belegen. Die Auslagerung der Schulden wird unmittelbar gestoppt, wenn ein Land seinen vertraglichen Pflichten aus dem Schuldentilgungspakt nicht nachkommt.

Während der Roll-in-Phase ist der Finanzierungsbedarf von Frankreich, Italien und Belgien voraussichtlich für drei bis fünf Jahre gedeckt. Deutschland, Spanien, die Niederlande und Österreich müssten sich bereits während der Roll-in-Phase parallel in nationaler Eigenverantwortung am Finanzmarkt refinanzieren. Die konkrete Länge des Zeitraums hängt von der aktuellen Schuldenstandsquote sowie der Fristenstruktur der bestehenden Staatsschulden eines Landes ab.

## **8. Kommt es bei der Schuldentilgung zu direkten Transferzahlungen?**

Nein. Die Zahlungen an den Schuldentilgungsfonds dienen ausschließlich dazu, die jeweils von einem Land ausgelagerten eigenen Schulden zu tilgen und die darauf anfallenden Refinanzierungskosten zu zahlen. Länder, die mehr Schulden auslagern, müssen höhere Zuweisungen leisten. Allerdings bewirkt die gemeinschaftliche Haftung eine Angleichung der Refinanzierungskosten für die ausgelagerten Schulden, sodass es dadurch gegenüber der aktuellen Situation zu Mehr- oder Minderbelastungen für einzelne Länder kommen kann.

**9. Ist sichergestellt, dass die niedrigeren Zinsen des Schuldentilgungspakts die Konsolidierungsbemühungen in den Problemländern nicht vermindern?**

Ja. Durch die gemeinschaftliche Haftung entsteht für viele Länder ein Zinsvorteil auf die ausgelagerten Schulden. Die nationalen Schuldenbremsen und die verbindlichen Konsolidierungspläne stellen sicher, dass dieser Vorteil zur Unterstützung der Haushaltskonsolidierung verwendet wird und nicht für zusätzliche staatliche Ausgaben. Nach der Roll-in-Phase müssen sich die Länder dann ausschließlich am Finanzmarkt refinanzieren, wodurch die Marktdisziplin wieder ex-ante wirken kann. Es ist zudem nicht davon auszugehen, dass die Zinsen der national begebenen Anleihen für Länder mit sehr hohen Schuldenstandsquoten wieder zu den historisch niedrigen Niveaus der Vergangenheit zurückkehren werden. Es ist eher zu erwarten, dass es zwar zu einer Beruhigung der derzeitigen Lage kommt, bei dennoch zukünftig unterschiedlichen Zinsniveaus zwischen den Ländern. Somit bleibt auch nach der Auslagerung der Druck erhalten, die Konsolidierung voranzutreiben und die nationalen Schuldenregeln einzuhalten.

**10. Welche Refinanzierungskosten wären für den Schuldentilgungsfonds zu erwarten?**

Die Finanzierungskosten des Schuldentilgungsfonds können nur ungefähr abgeschätzt werden, da eine neue Anleihekategorie geschaffen wird, bei der schwer vorherzusehen ist, wie diese am Finanzmarkt aufgenommen wird. Für die Rendite einer Anleihe sind neben weiteren Faktoren insbesondere die folgenden zwei relevant: (1) die Ausfallwahrscheinlichkeit und (2) die Liquidität der Anleihe.

Als Referenz für die möglichen Renditen des Schuldentilgungsfonds können die Renditen der Anleihen der Europäischen Investitionsbank (EIB) oder der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) herangezogen werden. Beide Anlageklassen sind durch umfangreiche staatliche Garantien abgesichert. Für zehnjährige Anleihen zahlen diese beiden Institutionen Zinsen in Höhe von derzeit rund 3,0 % beziehungsweise 3,3 % (Stand 23.1.2012). Für diese beiden Referenzanleihen kann die Ausfallwahrscheinlichkeit als vergleichbar zu vom Schuldentilgungsfonds zu emittierenden Anleihen angesehen werden. Beim EFSF ist allerdings zu bedenken, dass es sich um eine teilschuldnerische Haftung handelt, insofern besteht eine etwas höhere Ausfallwahrscheinlichkeit als bei einer gesamtschuldnerischen Haftung.

Die Liquidität des Marktes für Anleihen des Schuldentilgungsfonds würde voraussichtlich höher sein als diejenige der beiden Referenzanleihen. Die Auswirkungen eines liquideren Marktes auf die Rendite kann man beispielhaft bei einem Vergleich der Renditen zwischen Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und den weit liquideren deutschen Bundesanleihen beobachten. Zehnjährige Anleihen der KfW notieren derzeit trotz identischer Ausfallwahrscheinlichkeit rund einen halben Prozentpunkt höher. In dieser Größenordnung dürfte auch ein Liquiditätsvorteil für die Anleihen des Tilgungsfonds bestehen.

Nach diesen – vereinfachenden – Überlegungen könnten Finanzierungskosten in Höhe von 2,5 % bis 3 % als realistisch angenommen werden. Jedoch erscheinen auch höhere Renditen angesichts der Unsicherheiten an den Märkten möglich. Renditen oberhalb der von Anleihen des EFSF (rund 3,3 %) wären jedoch unwahrscheinlich.

## 11. Welche Mehrbelastungen entstünden für Deutschland?

Deutschland genießt während der Krise äußerst niedrige Refinanzierungskosten: Die Renditen von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit liegen derzeit mit 2,0 % deutlich unterhalb eines „normalen“ Niveaus. Eine gemeinschaftliche Haftung für einen ausgelagerten Teil der deutschen Schulden würde demnach zu Mehrkosten führen, da die Refinanzierungskosten des Schuldentilgungsfonds wohl oberhalb der aktuellen Finanzierungskosten Deutschlands liegen würden (siehe Frage 10). Weitere Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten ergäben sich dadurch, dass sich die Zinssätze für die weiterhin in nationaler Eigenverantwortung begebenen Anleihen verändern dürften.

Der gegenüber deutschen Bundesanleihen deutliche Renditeaufschlag von europäischen Institutionen wie der EFSF oder der EIB ist vermutlich zu einem gewissen Teil auf ein „Währungsrisiko“ zurückzuführen, dass die Sorge um einen Zusammenbruch des Euro-Raums reflektiert. Denn in einem solchen Extremszenario besteht das Risiko, dass die Anleihen der beiden Institutionen mit verschiedenen Währungen bedient werden, nämlich mit den neu eingeführten nationalen Währungen, die teilweise unmittelbar nach dem Zusammenbruch des Euro-Raums abwerten würden. Bei deutschen Bundesanleihen hingegen wäre die wahrscheinlichste Konsequenz, dass die Rückzahlung in der neuen deutschen Währung erfolgte, die zuvor erheblich aufgewertet haben dürfte. Dies erklärt zu einem gewissen Teil die derzeitige Bereitschaft der Investoren, bei kurzfristigen Bundesanleihen negative Renditen zu akzeptieren.

Sollten sich diese Sorgen durch eine glaubwürdige langfristige Lösung, wie etwa dem Schuldentilgungspakt, zerstreuen, steht zu erwarten, dass die deutschen Renditen ansteigen. Nach Etablierung des Schuldentilgungspakts hätten die Anleihen des Schuldentilgungsfonds sowohl eine vergleichbare Liquidität wie Bundesanleihen als auch ein vergleichbares Ausfallrisiko und es bestünde kein nennenswertes „Währungsrisiko“ mehr. Die Refinanzierungskosten Deutschlands würden daher wohl auf ein vergleichbares Niveau, also auf 2,5 % bis 3 % ansteigen (siehe Frage 10).

## 12. Wie hoch sind die jährlichen Zuweisungen an den Schuldentilgungsfonds?

Die Höhe der jährlichen Zuweisungen bemisst sich am Volumen der ausgelagerten Schulden. Im ersten Jahr trägt das Land die anteilig auf seine ausgelagerten Schulden entfallenden Zinszahlungen des Tilgungsfonds und es zahlt darüber hinaus einen Betrag in Höhe von 1 % der ausgelagerten Schuld für die Tilgung. Diese erste Zuweisung wird in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gesetzt. Die sich ergebende Quote wird zukünftig zur Bemessung der Zuweisungen verwendet. Sie fällt umso größer aus, je höher der Schuldenstand in Relation zur Wirtschaftsleistung aktuell ist. Aufgrund des Wirtschaftswachstums steigen die Zuweisungen in ihrer absoluten Höhe im Zeitverlauf an.

**Beispiel:** Nach Abschluss der Roll-in-Phase würde Italien Staatsschulden im Umfang von 60 Prozentpunkten (120 % – 60 %) seiner Staatsschuldenquote an den Schuldentilgungsfonds übertragen. Die Berechnung der jährlichen Zuweisungen setzt an dieser Größe an. Würde sich der Tilgungsfonds zu einem Zinssatz von 4 % refinanzieren, so hätte Italien im ersten Jahr Zuweisungen in Höhe von  $0,6 \cdot 0,04$  für die Zinsen und  $0,6 \cdot 0,01$  für die Tilgung zu zahlen. Dieser Anteil von 3 % des Bruttoinlandsprodukts würde danach konstant gehalten werden. Dies entspräche bei einem Bruttoinlandsprodukt von 1,6 Billionen Euro im Jahr 2011 einer Zuweisung von 48 Mrd Euro. Italien hätte seine Schulden im Schuldentilgungsfonds bei einer angenommenen nominalen Wachstumsrate des Bruttoin-

landsprodukts von 3 % (entspricht in etwa einem realen Wachstum von 1 % bis 1,5 %) nach 23 Jahren getilgt. Bei einem geringeren Wachstum verlängerte sich dieser Zeitraum. Allerdings ist die Annahme von 3 % nominalem Wachstum im historischen Vergleich bereits eine sehr vorsichtige Annahme.

### **13. Was unterscheidet den Vorschlag von Euro-Bonds?**

Die vom Schuldentilgungsfonds aufgenommenen Schulden sind von vornherein sowohl zeitlich als auch dem Volumen nach beschränkt. Durch die Tilgungszahlungen an den Schuldentilgungsfonds schrumpft das Volumen der gemeinschaftlich garantierten Anleihen. Der Tilgungsfonds schafft sich somit selbst ab. Der Sachverständigenrat hat empfohlen, zu diesem Zwecke ein entsprechendes verfassungsrechtliches Junktim zu etablieren. Die laufenden Defizite müssen nach Abschluss der Auslagerung von den Nationalstaaten in eigener Verantwortung am Markt finanziert werden. Im Gegensatz dazu sind Euro-Bonds auf eine dauerhafte Einrichtung hin angelegt und vom Volumen her nicht begrenzt.

### **14. Was ist der Unterschied zu dem Delpla/Weizsäcker-Vorschlag (blue / red bonds)?**

Der Vorschlag von Delpla/Weizsäcker ist nicht nur als ein dauerhaftes Instrument angelegt, sondern ist darüber hinaus spiegelbildlich zum Schuldentilgungspakt konstruiert. Er sieht vor, dass Schulden in Höhe von 60 % des nationalen Bruttoinlandsprodukts in gemeinschaftlicher Haftung begeben werden können (blue bonds). Für darüber hinausgehende Schulden würde das Mitgliedsland ausschließlich allein haften (red bonds). Damit wird die Aufteilung zwischen Schulden in nationaler Haftung und Schulden in gemeinschaftlicher Haftung genau andersherum vorgenommen als beim Schuldentilgungspakt. Hinter dem Schuldentilgungspakt steht die Vorstellung, dass eine Tilgung dieser Schulden für die teilnehmenden Länder, wenngleich herausfordernd, durchaus möglich ist. Daher steht die Tilgung im Mittelpunkt aller Überlegungen. Euro-Bonds (siehe oben) werden damit weder vorbereitet noch angestrebt. Der blue/red bonds-Vorschlag hingegen zielt im Geist letztendlich auf die Vorbereitung von Euro-Bonds ab, da es gerade der „gesunde“ Kern des jeweiligen Schuldenstands ist, der gemeinschaftlich finanziert wird.

Ein Nachteil des Delpla/Weizsäcker-Vorschlags ist somit, dass die „exzessive“, also die eine Schuldenstandsquote von 60 % überschreitende Verschuldung dabei sehr schlecht abgesichert ist, sodass die Länder weiterhin anfällig gegenüber einem plötzlichen Versiegen der Refinanzierungsquellen sind. Der Vorschlag stellt somit keine Lösung des Liquiditätsproblems dar. Da zudem die gemeinschaftliche Haftung weder zeitlich noch vom Volumen her begrenzt ist, ist eine Rückkehr zur ausschließlichen nationalen Haftung daher durch diese Konstruktion ausgeschlossen. Ebenfalls fehlt ein Mechanismus, um die Schuldenstandsquoten in einem absehbaren Zeitraum auf einen Wert von 60 % zurückzuführen. Gerade die Rückkehr zur ausschließlich nationalen Haftung und die Reduktion der Schulden unter den Wert von 60 % des Bruttoinlandsprodukts ist das Ziel des Schuldentilgungspakts.

### **15. Wie groß ist das maximale Volumen des Schuldentilgungsfonds?**

Der Überhang der Ende 2011 bestehenden Schulden über die Grenze von 60 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bestimmt die Höhe der auszulagernden Schulden. Diese belaufen sich insgesamt auf rund 2,3 Billionen Euro. Hieran hat Italien mit 958 Mrd Euro den größten Anteil, gefolgt von Deutschland (580 Mrd Euro), Frankreich (498 Mrd Euro), Belgien (136 Mrd Euro) und Spanien (88 Mrd Euro), Österreich (41 Mrd Euro), den Niederlanden (24 Mrd Euro), Malta (0,5 Mrd Euro) und Zypern

(0,4 Mrd Euro). Anzumerken ist jedoch, dass die Haushaltslage einiger Länder wie beispielsweise von Spanien in den nächsten Jahren noch keine Stabilisierung der Schuldenstandsquote ermöglichen dürfte. Sie erreichen daher zum Ende der Roll-in-Phase eine Schuldenstandsquote (ohne Berücksichtigung der ausgelagerten Schulden) von mehr als 60 %. Es wäre daran zu denken, diesen Ländern eventuell ein etwas höheres Auslagerungsvolumen zuzugestehen, damit diese nicht neben den Zuweisungen zum Schuldentilgungspakt zusätzlich eine Reduktion der nicht ausgelagerten Schulden erzielen müssen.

#### **16. Welche Laufzeit hat der Schuldentilgungsfonds?**

Die Zuweisungen an den Schuldentilgungsfonds sind so berechnet, dass jedes Land die von ihm ausgelagerten Schulden in etwa 20 bis 25 Jahren tilgt. Eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der Laufzeit besteht dahingehend, dass die Zuweisungen an den Tilgungsfonds als Quote am Bruttoinlandsprodukt definiert werden. Die exakte Tilgungsdauer hängt daher vom durchschnittlichen Wirtschaftswachstum der kommenden 25 Jahre ab. Grundsätzlich wäre es möglich, zu Beginn eine schnellere oder langsamere Tilgung zu vereinbaren. Das Ziel, die Schuldenstandsquote auf 60 % zurückzuführen, kann jedoch bei realistischen Primärsalden in den hochverschuldeten Ländern kaum in einem Zeitraum von weniger als 20 Jahren erreicht werden.

#### **17. Ist es realistisch, die Schuldenstandsquote in gut 20 Jahren auf 60 % zu reduzieren? Sind die damit verbundenen Konsolidierungsanforderungen nicht zu hoch?**

Der Zeitraum für die Rückführung der Schuldenstandsquote auf 60 % ist ausreichend lang, um die erforderlichen Primärüberschüsse nicht unrealistisch hoch werden zu lassen. Den höchsten erforderlichen Primärüberschuss hätte Italien mit etwas mehr als 4 % zu tragen. Die mit dem Schuldentilgungspakt verbundenen zentralen Konsolidierungsziele entsprechen denen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der am 9. Dezember 2011 zwischen den EU-Regierungen (mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs) verabredeten Einrichtung eines Fiskalpakts. Gegenüber den aktuellen Planungen der italienischen Regierung kommt es daher zu keiner Mehrbelastung, jedoch zu einer höheren Verbindlichkeit.

#### **18. Benötigt man nach der Einführung des Schuldentilgungspakts noch die/den EFSF/ESM?**

Ja. Die EFSF und später der ESM sind zunächst weiterhin für die Finanzierung von Irland, Griechenland und Portugal verantwortlich. Diese Institutionen könnten in Zukunft immer dann zum Einsatz kommen, wenn es zu gravierenden Liquiditäts- oder Solvenz Krisen kommt oder wenn eine Stützung des Bankensystems erforderlich ist. Somit wäre die EFSF oder später der ESM ein Krisenmechanismus, der auch Mitgliedern des Schuldentilgungspakts in zukünftigen Krisensituationen offen stünde. Der Schuldentilgungspakt ersetzt daher nicht diese Institutionen.

#### **19. Ist eine teilschuldnerische Haftung möglich?**

Grundsätzlich könnte der Schuldentilgungspakt auch in teilschuldnerischer Haftung mit Überbesicherung durchgeführt werden. Jedoch zeigt die Erfahrung mit der EFSF, dass die Märkte derartige Konstruktionen sehr kritisch betrachten. Eine mögliche Herabstufung der Bonität von Teilnehmerländern würde die Höchstbonität der Anleihen des Schuldentilgungsfonds gefährden. Die Konstruktion über eine gemeinschaftliche Haftung mit einem Verlustverteilungsschlüssel erscheint daher sinnvoller.

Hiermit wird zudem eine neue quasi-sichere Anlageklasse geschaffen, die voraussichtlich aufgrund höchster Bonität zur Stabilisierung der Finanzmärkte beiträgt.

**20. Was passiert, wenn ein Land den Konsolidierungspfad nicht einhält? Müssen dann die stabilen Länder für die Schulden der schwachen Länder zahlen?**

Nein. Unvorhergesehene Defizite, zu denen es beispielsweise durch eine deutliche Eintrübung der Konjunktur kommen könnte, müssten unter alleiniger nationaler Haftung am Markt finanziert werden. Da es sich hierbei relativ zum Gesamtrefinanzierungsbedarf um deutlich kleinere Summen handeln dürfte, wären hohe Zinssätze in diesem Fall weniger problematisch. Ist die Finanzierung über den Kapitalmarkt dennoch nicht möglich, wäre eine an ein Anpassungsprogramm gekoppelte Finanzierung der übersteigenden Defizite über die/den EFSF/ESM und den IWF in Erwägung zu ziehen.

**21. Welche Flexibilität bietet der Vorschlag bei unvorhergesehenen Schocks?**

Die jährlich zu leistenden Zuweisungen an den Schuldentilgungsfonds werden als feste Quote des Bruttoinlandsprodukts des betreffenden Landes ausgedrückt. Bei einem gravierenden wirtschaftlichen Abschwung in einem Land tilgt dieses somit in absoluter Höhe etwas weniger Schulden, im Aufschwung entsprechend mehr. Darüber hinaus müssten Schocks durch Schuldenaufnahme in nationaler Verantwortung abgedeckt werden, soweit dies im Rahmen der Schuldenbremsen zulässig ist. Sollte dies nicht ausreichen, wäre der Einsatz des IWF zusammen mit der EFSF oder später des ESM in Erwägung zu ziehen.

**22. Welche Sicherungsmechanismen sind vorgesehen, um zu verhindern, dass es zum Eintritt des Haftungsfalls kommt?**

Jedes Land, das am Schuldentilgungspakt teilnehmen möchte, verpflichtet sich Sicherheiten zu benennen, die für die Zuweisungen zur Bedienung der eigenen Schulden im Schuldentilgungsfonds verpfändet werden. Dazu könnten etwa bestimmte (ggf. neu einzuführende) Steuern benannt werden, die für die Bedienung der Zuweisungen herangezogen werden. So wäre es in Analogie zum Solidaritätszuschlag in Deutschland denkbar, dass durch die jeweiligen Länder ein Zuschlag auf eine von ihnen selbst zu bestimmende Steuer erhoben wird. Eine weitere, bereits im Jahresgutachten 2011/12 diskutierte Variante wäre, beim Schuldentilgungsfonds Vermögenswerte in Höhe von bis zu 20 % der auszulagernden Schulden als Pfand zu hinterlegen; dies könnten etwa Währungs- und Goldreserven eines Landes sein. Die genannten Sicherheiten würden nur in dem Fall eingesetzt, dass ein Land seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Es senkt somit das Risiko, dass es zu einem Haftungsfall kommt.

**23. Werden die hinterlegten Sicherheiten „gepoolt“?**

Nein. Jedes Land muss zur Absicherung seiner eigenen Zahlungsverpflichtungen, die aus den eigenen Schulden gegenüber dem Fonds resultieren, Sicherheiten etwa in Form von Währungsreserven stellen. Somit werden bei Verpfändung der Währungsreserven oder anderer Sicherheiten diese nicht „gepoolt“, sondern sind vielmehr eine teilweise „Versicherung“ gegen den Haftungsfall für die Partnerländer, die am Schuldentilgungspakt teilnehmen. Deshalb werden hier beispielsweise nicht die deutschen Währungsreserven als Haftungsmasse für italienische Schulden herangezogen, sondern ausschließlich italienische Reserven für italienische Schulden und deutsche Reserven für deutsche Schulden.

#### **24. Wie kann eine Ausweitung des Schuldentilgungsfonds (zeitlich und im Volumen) verhindert werden?**

Die über den Tilgungsfonds zu finanzierenden Schulden sind auf einen bestimmten Betrag begrenzt. Für die Konstruktion des Pakts ist es zentral, dass eine Ausweitung in jedem Fall ausgeschlossen wird. Daher sollte die Zustimmung Deutschlands an eine Ausweitung oder Perpetuierung vorkehend an Artikel 146 Grundgesetz gebunden werden. Es wäre also eine Verfassungsänderung erforderlich, da eine weitergehende Haftung die finanzielle Eigenständigkeit Deutschlands berühren würde. Ebenfalls dürfen die Zuweisungen in ihrer Höhe nicht in Frage gestellt werden. Das Einhalten des Konsolidierungspfades ist zudem Voraussetzung dafür, dass die Auslagerung von Schulden fortgeführt wird (Konditionalität).

#### **25. Was passiert, wenn ein Land seinen Verpflichtungen gegenüber dem Schuldentilgungsfonds nicht nachkommt?**

Kommt ein Land seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nach, stünden gegebenenfalls die von jedem Land hinterlegten Sicherheiten zur Verfügung (siehe Frage 22). Damit wären am Anfang die Zahlungen für circa drei bis vier Jahre gesichert – wenn ein Teil der ausgelagerten Schulden schon getilgt wurde entsprechend mehr. Der Fall gemeinschaftlicher Haftung träte dann ein, wenn alle Sicherheiten des säumigen Landes aufgebraucht sind. Dies würde allerdings implizieren, dass ein Land den Staatsbankrott erklärt hat, denn die selektive Bedienung von Gläubigern wäre äußerst schwierig, wenn gleichzeitig die Zahlungen an den Schuldentilgungsfonds eingestellt würden. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn das Land versuchen sollte, die Ansprüche von internationalen Geldgebern zu bedienen, da die Zahlungen über innereuropäische Zahlungssysteme abgewickelt werden müssten und theoretisch abgefangen werden können. Sollte es also zu einem Staatsbankrott eines der Teilnehmer kommen, müssten die verbliebenen teilnehmenden Länder die Zuweisungen des zahlungsunfähigen Landes übernehmen. Der von jedem Land zu tragende Anteil bestimmt sich dann entsprechend eines Verteilungsschlüssels, der bereits bei Gründung des Schuldentilgungspakts festgelegt wird. Ein denkbarer Verteilungsschlüssel wäre der relative Anteil am Gesamtvolumen des Fonds. Eine Anknüpfung an die Wirtschaftskraft würde die Teilnahme am Fonds für Länder unattraktiv machen, die nur relativ geringe Beträge über den Tilgungsfonds finanzieren (zum Beispiel die Niederlande, Österreich).

Letztlich wäre es selbst nach dem Eintritt eines Haftungsfalls immer noch möglich, dass ein Land zur finanziellen Stabilität zurückkehrt und zumindest die laufenden Zuweisungen wieder aufnimmt, oder sogar die anderen Länder für die bereits übernommenen Zuweisungen entschädigt. Da der betreffende Staat auch zukünftig auf die Kooperationsbereitschaft der europäischen Partner angewiesen sein wird, ist nicht davon auszugehen, dass es zu einem vollständigen Zahlungsausfall und damit einer vollständigen Haftung kommt.

#### **26. Erfordert der Schuldentilgungspakt eine Veränderung der EU-Verträge oder kann er als völkerrechtlicher Vertrag ausgestaltet werden?**

Es dürfte ausreichen, den Pakt als völkerrechtlichen Vertrag auszugestalten, falls nicht alle Mitgliedsländer der EU zur Umsetzung bereit sind. Die teilnehmenden Länder müssten sich in diesem Vertrag zu der Einführung von Schuldenbremsen verpflichten, Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Schuldentilgungsfonds eingehen und Sicherheiten für diese Zahlungsverpflichtungen stellen.

**27. Können die Problemländer ihre Schulden nicht auch bei den derzeit hohen Zinsen eigenständig und dauerhaft tragen? Ist der Schuldentilgungspakt wirklich erforderlich?**

Langfristig sind die Staatsschulden beispielsweise in Italien bei einem anhaltend hohen Zinssatz von 7 % kaum als tragfähig anzusehen. Bei einer angenommenen Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 3 %, dies entspricht gemäß dem Inflationsziel der EZB in etwa einem realen Wachstum von 1 % bis 1,5 %, wäre zu diesem Zinssatz ein jährlicher Primärüberschuss von rund 8 % erforderlich, um die durch den Schuldentilgungspakt vorgesehene Rückführung der Schuldenstandsquote in vollständiger Eigenverantwortung zu realisieren. Dies wäre nahezu ohne Beispiel; nur über den Zeitraum weniger Jahre hinweg ist es bisher wenigen Industrieländern gelungen, Primärsalden in der Größenordnung von 5 % zu erzielen.

**28. Die Problemländer sind langfristig zu festen Konditionen verschuldet. Kann vor diesem Hintergrund die Konsolidierung nicht aus eigener Kraft gelingen?**

Hierzu besteht derzeit noch begründete Hoffnung, denn das gestiegene Zinsniveau wird sich erst in einigen Jahren vollständig auf die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschuld niederschlagen. Dennoch treten auch in der kurzen Frist erhebliche Mehrbelastungen der staatlichen Haushalte auf. Bis zum Ende des Jahres 2012 würde Italien bei einem Zinssatz von 7 % für die Refinanzierung aller bis dahin zu begebenden Anleihen bereits eine Erhöhung der Zinszahlungen um 0,8 Prozentpunkte oder insgesamt 12 Mrd Euro gegenüber Mitte 2011 zu tragen haben. Der sich in dieser Höhe ergebende und im Falle eines anhaltend hohen Zinsniveaus auch dauerhaft notwendige Konsolidierungsbedarf muss zusätzlich realisiert werden, damit sich die erhoffte Verbesserung der Staatsfinanzen durch die bereits geplante Konsolidierung erreichen lässt. Dies bedeutet sehr große zusätzliche Konsolidierungsschritte, die dann politisch schwerer durchzusetzen sind – letztlich muss einem Zinsanstieg „hinterhergespart“ werden. Bildlich gesprochen muss das Land „schneller laufen“, um bei der Schuldenstandsquote „stehen zu bleiben“. Die Problemländer stehen insgesamt unter immensum Druck, an den Finanzmärkten innerhalb sehr kurzer Zeit wieder eine (Re-)finanzierung zu tragfähigen Zinsen zu erhalten.

Diese Konstellation kann daher ein Konsolidierungsdilemma begründen. Die Risikoprämien an den Finanzmärkten werden erst dann zurückgehen, wenn die Märkte überzeugt sind, dass die Regierungen auf einen tragfähigen Konsolidierungspfad eingeschwenkt sind. Dies lässt sich jedoch nicht sofort erreichen. Bei einer zu schnellen Konsolidierung würde die Wirtschaft in eine Rezession übergehen, wodurch das Erreichen des angestrebten Konsolidierungserfolgs äußerst unwahrscheinlich wird. Eine Finanzierung zu merklich günstigeren Konditionen wäre dann erst nach einer wirtschaftlichen Erholung möglich. Verfolgt die Regierung einen langsameren Abbaupfad, kann zwar ein Konjunkturerückbruch vermieden werden. Es dauert dann aber ebenfalls länger, bis die Konsolidierungserfolge das Vertrauen wiederherstellen. Daher kann für eine Übergangsphase nicht ausgeschlossen werden, dass trotz einer konsolidierungswilligen Regierung eine gemeinschaftliche Finanzierung notwendig wird.

**29. Italien hatte bereits vor Eintritt in die Währungsunion ähnlich hohe und teilweise sogar deutlich höhere Zinsen zu tragen. Wieso ist die Situation nicht vergleichbar?**

Entscheidend für die Schuldentragfähigkeit ist die Differenz aus nominaler Wachstumsrate und Nominalzins. Diese Differenz war aufgrund inflationärer Entwicklungen in Italien damals regelmäßig vorteilhafter als es sich heute bei einem Refinanzierungssatz von 7 % darstellt. In Phasen, in denen diese Differenz zu groß wird, kann ein starker Anstieg der Schuldenstandsquote kaum verhindert werden.

So verhielt es sich auch in Italien, bei dem es teils zu deutlichen Zuwächsen der Schuldenstandsquote in den Hochzinsphasen kam. Die jetzige Situation in einer Währungsunion ist insgesamt kaum mit der wirtschaftlichen Situation in vorherigen Hochzinsphasen vergleichbar.

### **30. Wo gibt es weitere Informationen zum Schuldentilgungspakt?**

Der Schuldentilgungspakt wird im Jahresgutachten 2011/12 des Sachverständigenrates ausführlich beschrieben. Das entsprechende Kapitel kann unter folgendem Link heruntergeladen werden:

[http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga11\\_iii.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga11_iii.pdf).

Eine Englische Version ist ebenfalls verfügbar:

[http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/chapter\\_three\\_2011.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/chapter_three_2011.pdf).

Eine Kurzversion ist bei voxu.org erschienen: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/a-european-redemption-pact.html>.