



# Verschuldung in Europa: Herausforderungen und Handlungsoptionen

**Die Corona-Pandemie führte zu einer schweren globalen Rezession und einem massiven Anstieg der Staatsschulden. Im Standpunkt der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe vom Juni 2020 wurden Reformoptionen dargelegt, wie in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts überhöhte Schuldenstände toleriert werden können. Die Konsolidierung der Staatsfinanzen bei Ausschöpfung aller Investitionsmöglichkeiten bleibt in Europa und Deutschland das aktuelle Gebot für Zukunftsfähigkeit. Wichtige Eckpunkte sind daher:**

- Von der Kürzung staatlich investiver Ausgaben sowie der Erhöhung von Steuern und Abgaben wird abgeraten, da sie die konjunkturelle Erholung gefährden. Intensiviert werden sollten staatliche Maßnahmen zur Stärkung der privaten Investitionskraft und zur Förderung des Wachstums.
- Eine Rekalibrierung der fiskalischen Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ist angesichts der dauerhaften Niedrigzinsphase geboten. Das betrifft insbesondere den Wert der Schuldenstandsquote von 60 Prozent des BIP (Maastricht-Vertrag).
- Bei einer Ausweitung der staatlichen Verschuldung über Sondervermögen sollte der Rückbaupfad auch in Deutschland verbindlich festgelegt werden.
- Die im Standpunkt vom Juni 2020 ([EU-Fiskalpolitik Stabilität und Nachhaltigkeit verknüpfen!](#)) von den Chefvolkswirten vorgelegten Reformvorschläge zur Verbesserung der Governance und Stärkung der finanziellen Solidität und Solidarität sind nach wie vor gültig.

**7. Dezember 2021**

#### **Chefvolkswirte**

Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse  
Jochen Intelmann - Haspa  
Dr. Ulrich Kater – DekaBank  
Dr. Moritz Kraemer - LBBW  
Christian Lips - NORD/LB  
Dr. Jürgen Michels – BayernLB  
Dr. Reinhold Rickes - DSGV  
Dr. Gertrud Traud - Helaba  
Prof. Dr. Carsten Wesselmann  
- Kreissparkasse Köln

#### **Koordinatorin**

Dr. Sonja Scheffler  
[sonja.scheffler@dsgv.de](mailto:sonja.scheffler@dsgv.de)

## Staatsschulden stark gestiegen

Die Corona-Pandemie führte nicht nur zu einer schweren globalen Rezession, sondern auch zu einer massiven Ausweitung staatlicher Schulden. Schätzungen des Internationalen Währungsfonds zufolge wird die weltweite Staatsverschuldung in diesem Jahr auf rund 100 Billionen US-Dollar steigen. Das entspricht einer öffentlichen Schuldenstandsquote von 100 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP).

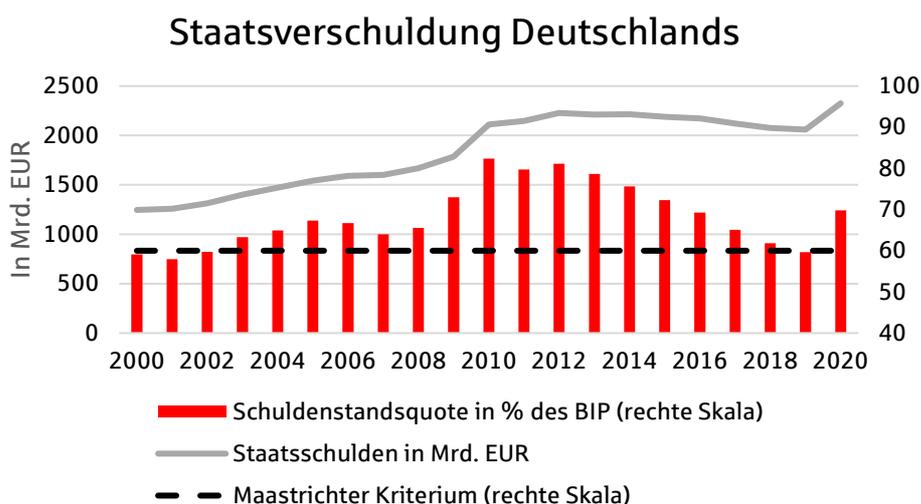
*Ausweitung staatlicher Schulden*

Im ersten Pandemie-Jahr 2020 erhielten die Schuldenstandsquoten (Summe öffentlicher Schulden in Relation zum nominalen BIP) einen doppelten Schub, denn sie stiegen sowohl durch den konjunkturellen Einbruch als auch durch die zusätzlichen Kredite zur Finanzierung staatlicher Hilfsprogramme. Besonders stark nahm die Verschuldung in den Industrieländern zu. In den USA lag die Schuldenstandsquote Ende 2020 bei 127 Prozent des BIP. Der Euroraum, bevölkerungsmäßig etwa vergleichbar mit den USA, wies eine Schuldenstandsquote von 98 Prozent des BIP auf.

*Verschuldung in den Industrieländern nahm besonders zu*

## Deutschland über der Schuldenobergrenze

In Deutschland erhöhten sich die staatlichen Verbindlichkeiten nach Berechnungen des europäischen Statistikamtes „Eurostat“ im vergangenen Jahr um 267 Mrd. EUR auf 2.325 Mrd. EUR. Gemäß Statistischem Bundesamt lagen sie Ende 2020 bei 2.172 Mrd. EUR. Die Differenz erklärt sich aus zwischenstaatlichen Krediten Deutschlands an andere EU-Länder, die bei Eurostat berücksichtigt werden.



Quelle: Eurostat

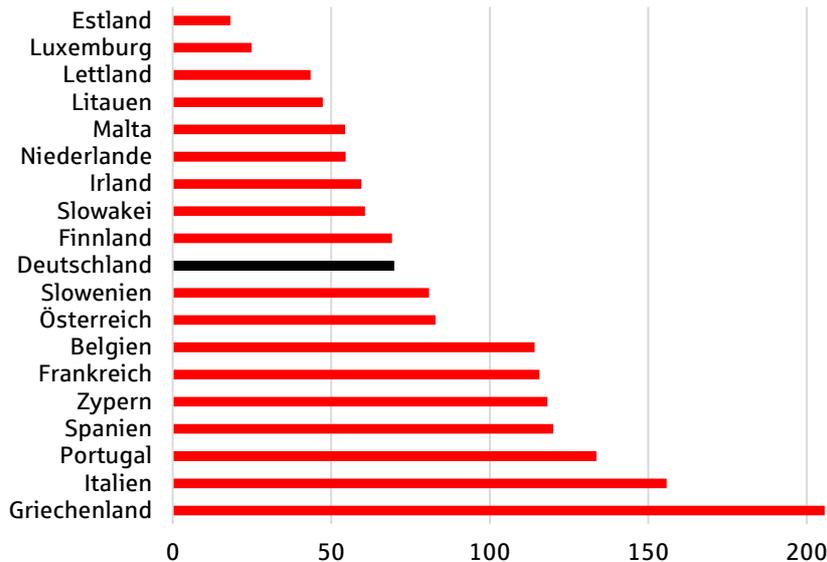
In Deutschland lag die Schuldenstandsquote Ende 2020 bei 69,8 Prozent des BIP. Ein Jahr zuvor war sie erstmals seit 2002 wieder unter die im Maastrichter Vertrag festgelegte Obergrenze von 60 Prozent des BIP gefallen. Der höchste Wert wurde 2010 mit 82,3 Prozent des BIP gemessen.

## Euro-Schulden in Höhe des Bruttoinlandsprodukts

Im Euroraum lag die Schuldenstandsquote 2020 bei 98 Prozent des BIP. Deutschland lag mit einer Quote von 69,8 Prozent im Mittelfeld. Die Euro-Schuldenstandsquote wird nach Einschätzung der EU-Kommission 2021 auf 102 Prozent des BIP steigen. Vergleichsweise hohe Schuldenstandsquoten verzeichnen Italien und Griechenland. Diese beiden Länder haben auch stets die größten Spreads der Zinsen im Vergleich zu Deutschland.

*Schuldenstandsquote in Deutschland bei 69,8 Prozent*

### Staatsschulden in Prozent vom BIP, 2020

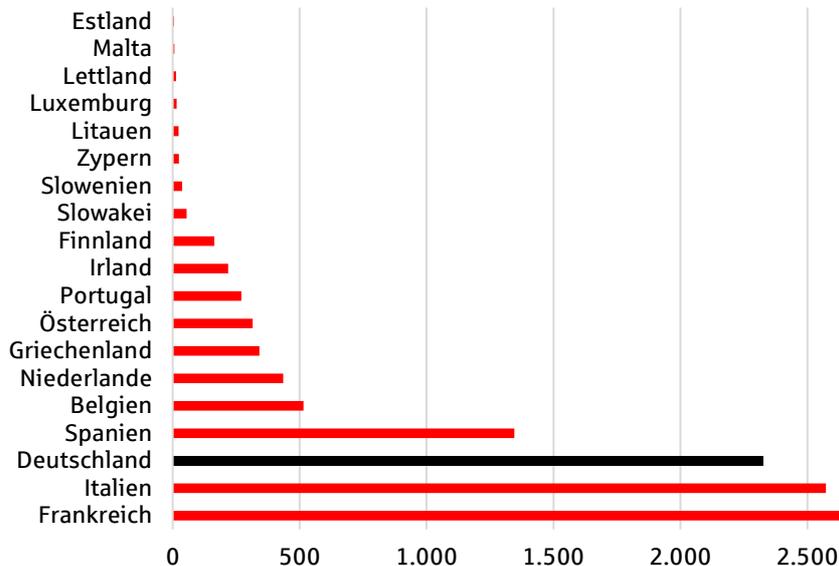


Quelle: Eurostat

Die höchsten absoluten Verschuldungen im Euroraum weisen Deutschland, Frankreich und Italien auf. Das zeigt, dass der Verschuldung dieser Länder auch eine besondere Bedeutung für den Euroraum zukommt.

*Höchste absolute Verschuldung bei Frankreich*

### Staatsschulden in Mrd. EUR, 2020



Quelle: Eurostat

## Solidität der öffentlichen Finanzen im Vordergrund

Im Standpunkt der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe vom Juni 2020 wurde die Verschuldung als eines der bestimmenden Themen der 20er Jahre identifiziert. Damals wurde dafür plädiert, dass in der ersten Hälfte des Jahrzehnts überhöhte Schuldenstände angesichts vergleichsweise niedriger Zinsen toleriert werden könnten. Zudem sollte Europa – sofern es die Pandemie erlaubt – den nachhaltigen Konsolidierungskurs fortsetzen. Das Hauptziel müsse die langfristige Sicherung der Solidität der öffentlichen Finanzen der EU-Mitgliedstaaten bleiben. An dieser Grundphilosophie sollte Europa keine Abstriche machen.

*An der Sicherung der Solidität sind keine Abstriche zu machen*

Es gibt unterschiedliche Möglichkeiten zur Erreichung des Soliditätszieles. Im Kern bestehen die von den Chefvolkswirten im Juni 2020 erarbeiteten Reformvorschläge zu den Forderungen der Europäischen Kommission nach wie vor. Nachfolgend werden einige von ihnen nochmals besonders angesichts der Entwicklungen im letzten Jahr analysiert und mit Empfehlungen aus volkswirtschaftlicher Sicht versehen.

## Keine höheren Steuern und Abgaben

Im Vorfeld der Bundestagswahl tauchten Forderungen nach höheren Steuern und Abgaben auf, um die staatliche Einnahmeposition zu verbessern. Dabei ist allerdings zu beachten, dass höhere Steuern und Abgaben eine Reduzierung des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte sowie geringere Gewinne der Unternehmen bedeuten. Eine stärkere finanzielle Belastung der privaten Haushalte, insbesondere derjenigen mit höheren Konsumanteilen, ist mit Blick auf die notwendige Stabilisierung der Nachfrage bei weiterhin erhöhten Risiken für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und im Hinblick auf Verteilungsfragen kritisch.

*Eine Erhöhung der Steuern und Abgaben trifft vor allem niedrige Einkommensklassen*

Geringere Unternehmensgewinne könnten zudem über eine nachlassende Investitionstätigkeit das Wachstumspotenzial der deutschen und auch europäischen Volkswirtschaften verringern. Höhere Lohn-, Einkommen- und Unternehmenssteuern reduzieren die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und beeinträchtigen das Wirtschaftswachstum. Die erst teilweise vollzogene konjunkturelle Erholung, die pandemiebedingt weiterhin fragil ist, käme dadurch in Gefahr.

*Steuererhöhungen beeinträchtigen das Wirtschaftswachstum*

Zielführender erscheint es, gezielte wachstumsfördernde Maßnahmen zu beschließen, um die Schuldenstandsquoten über höhere Wachstumsraten zu reduzieren. Anbieten würde sich im aktuellen Umfeld eine staatlich initiierte Investitionsoffensive, wie im Standpunkt der Chefvolkswirte vom September 2021 ([Private und öffentliche Investitionen stärken](#)) gefordert. Dabei sollte der Staat auch finanzielle Anreize für eine verstärkte private Investitionstätigkeit bieten. In Frage kämen beispielsweise deutlich

verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten für Zukunftsinvestitionen, wie es zuletzt auch das ifo Institut herausgestellt hat.

## Die staatlichen Ausgaben nicht kürzen

Die aktuelle Verlängerung staatlicher Corona-Hilfen ist mit Blick auf das aktuelle Infektionsgeschehen bis März 2022 angemessen. Wenn die vierte Welle abebben sollte, sollte dann ein Auslaufen dieser Nachfragestützen angestrebt werden. Für den Erholungsprozess sind die investiven öffentlichen Ausgaben besonders bedeutsam. Diese dürfen nicht vermindert, sondern müssen gestärkt werden. Ansonsten wären Produktionskürzungen und Entlassungen mittelfristig die Folge. Sollte die konjunkturelle Erholung durch die Pandemie stagnieren, wären auch weiterhin geringere Steuereinnahmen und höhere Sozialausgaben zu erwarten.

*Eine Reduzierung der Transferzahlungen dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage*

## Aus den Schulden herauswachsen

Nach der Finanzmarktkrise der Jahre 2008 und 2009 schnellten die Schuldenstandsquoten nach oben. Deutschland verzeichnete 2010 mit Verbindlichkeiten von 2,1 Bill. EUR eine Rekordquote von 82,3 Prozent des BIP. In den Jahren nach der Krise gelang es, die deutschen Schulden im Bereich von 2,2 Billionen EUR zu stabilisieren. Ab 2015 erfolgte ein moderater Schuldenabbau. Gleichzeitig wuchs das nominale Bruttoinlandsprodukt von 2,4 Bill. EUR im Jahr 2009 auf 3,4 Bill. EUR im Jahr 2019. Die Schuldenstandsquote verringerte sich dabei auf knapp 60 Prozent des BIP. Den größten Beitrag zum Abbau leistete nach Berechnungen der Forschungsinstitute mit etwa drei Vierteln das nominale BIP. Deutschland wuchs aus seinen Schulden heraus. Nun haben Deutschland und Europa erneut die Chance, dieses Modell für die Überwindung der Corona-Pandemie zu wiederholen. Es muss jetzt alles getan werden, um die Wachstumskräfte in Europa und Deutschland zu stärken.

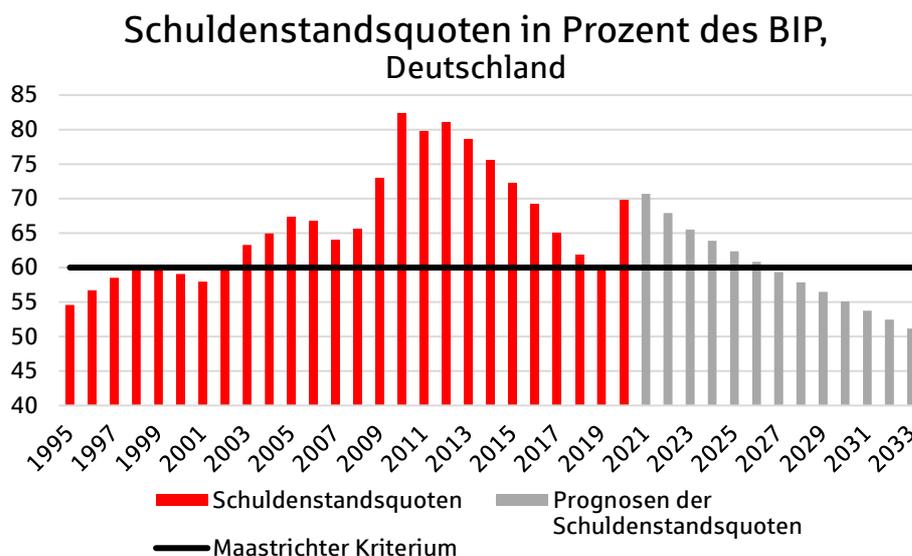
*Moderater Schuldenabbau in Deutschland*

Dies gilt umso mehr, da nicht im gleichen Ausmaß wie in der letzten Dekade weitere Ermäßigungen bei den Zinskosten zu erwarten sind und zugleich die demographische Entwicklung das Potenzialwachstum in der kommenden Dekade dämpfen wird. Bei der Strategie des Herauswachsens muss die im Zähler stehende Summe der Schulden langsamer wachsen als das im Nenner stehende nominale BIP. Auf diese Weise verringert sich die Quote von Jahr zu Jahr. Der Prozess beschleunigt sich bei höheren Inflationsraten. Eine Politik der verstärkten Inflationierung würde die Quoten zwar schneller abschmelzen lassen, sollte jedoch nicht angestrebt werden.

Von daher bleibt jetzt das Gebot der Stunde, von einer expansiven Fiskalpolitik mit umfassenden Stützungsmaßnahmen des Konsums (Corona-Hilfen für Bürgerinnen und Bürger sowie Unternehmen) umzuschwenken

auf eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik. Mit dieser Politik sollten strukturelle Reformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und insbesondere auch zur Überwindung der Lieferengpässe sowie der mittelfristig damit verbundenen Preissteigerungen einhergehen. Wenn darüber Wachstum generiert wird, könnte der aufgebaute öffentliche Schuldenberg in Deutschland und Europa in mittlerer Frist auch wieder überwunden werden.

Nach dem folgenden Szenario läge die Schuldenstandsquote Deutschlands bereits 2027 wieder unter der Maastrichter Grenze von 60 Prozent des BIP. Dazu wurden folgende Annahmen getroffen: Die Schulden erreichen 2023 mit 2.550 Mrd. EUR ihren Höchstwert und bleiben auf diesem Niveau konstant, auch wenn davon auszugehen ist, dass einige Schulden getilgt werden könnten. Hier könnte auch gegengerechnet werden, dass beispielsweise neue Schulden durch die vierte Welle aufgenommen werden müssten. Das deutsche BIP wächst 2021 um 2,5 Prozent, 2022 um 4 Prozent, 2023 um 2 Prozent und danach jährlich um 1 Prozent. Die Inflationsrate liegt 2021 bei 3 Prozent, 2022 bei 2,5 Prozent, 2023 bei 2 Prozent und danach jährlich bei 1,5 Prozent. Kleinere Abweichungen vom angenommenen Wert haben keine nennenswerten Auswirkungen auf das Ergebnis.



Quelle: Eurostat

Die neue Bundesregierung sollte aus volkswirtschaftlicher Sicht weder Steuern noch Abgaben erhöhen, um die Schuldenstandsquoten zurückzuführen. Die konsumptiven Corona-Hilfen sollten abgebaut werden, aber von einer Kürzung der investiven Ausgaben sollte abgesehen werden. Ziel führend sind vor allem staatliche Maßnahmen zur Förderung privater Investitionen und des wirtschaftlichen Wachstums, um den Prozess des HerauswachSENS zu beschleunigen. Darüber hinaus könnte die neue deutsche Regierung in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten auf europäischer Ebene eine Vereinfachung des Stabilitäts- und Wachstumspakts verhandeln.

*Prozess des HerauswachSENS beschleunigen*

## Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Der 1997 geschlossene Stabilitäts- und Wachstumspakt ist ein regelbasierter Rahmen für die Koordinierung und Überwachung der nationalen Finanzpolitiken in der Europäischen Union. Er soll solide öffentliche Finanzen garantieren. Die bereits 1992 im Vorfeld der Euro-Einführung festgelegten Konvergenzkriterien für die Mitgliedschaft im Euroraum sehen ein gesamtstaatliches Finanzierungsdefizit von höchstens 3 Prozent des BIP sowie einen maximalen Schuldenstand von 60 Prozent des BIP vor. Diese Regeln wurden immer weiter angepasst. Heute ist aber festzustellen, dass sich das volkswirtschaftliche Umfeld, auf dessen Grundlage die Referenzwerte damals kalibriert worden waren, deutlich verändert hat. Die Zinslandschaft hat sich völlig gewandelt. Zinsstrukturen aus den 80er und 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts bestehen nicht mehr. Insofern sollten Reformen an diesen grundlegenden Eckwerten ansetzen und eine regelmäßige Überprüfung europaweit verankert werden (beispielsweise alle 5 oder 10 Jahre).

*Koordinierung und Überwachung*

Zudem ist festzustellen, dass insbesondere das Schuldenstandskriterium in einigen Ländern nie bzw. selten eingehalten wurde. In der EU hat erneut eine Debatte über die Reform der Haushalts- und Verschuldungsregeln begonnen. Diese Regeln sind derzeit wegen der Pandemie ausgesetzt und sollen erst wieder voraussichtlich ab 2023 in modifizierter Form in Kraft gesetzt werden. Daher bleibt es wichtig, sich in 2022 über wichtige Reformen zu verständigen. Dabei sind viele Aspekte – wie Sanktionen, Schaffung von Fiskalräten etc. – wie sie die Chefvolkswirte im Standpunkt vom Juni 2020 herausgestellt hatten, zu beachten. Zentral bleibt jedoch, den Ankerwert der Verschuldung und die Vorgehensweise zur Erreichung dieses Zieles neu zu begründen.

Auch die wirtschaftswissenschaftliche Denkfabrik Bruegel weist darauf hin, dass eine zu schnelle Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nachteilig ist. So habe sich die zügige Rückführung der Haushaltsdefizite ab 2011 zum Haupttreiber der Rezession 2012 entwickelt. Hauptopfer der Sparanstrengungen waren meist die öffentlichen Investitionen.

*Eine schnelle Konsolidierung birgt Nachteile*

Eine besondere Herausforderung besteht in den nächsten Jahren darin, die angestrebte Konsolidierung der Haushalte mit massiven zusätzlichen öffentlichen Investitionen zur Erreichung der europäischen Klimaziele in Einklang zu bringen. Bis 2050 will die EU klimaneutral sein. Bereits bis 2030 soll gemäß dem „Fit for 55“-Programm der CO<sub>2</sub>-Ausstoß um 55 Prozent gegenüber 1990 gesenkt werden. Um dieses Zwischenziel zu erreichen, müssen die öffentlichen Investitionen in der EU gemäß Bruegel-Schätzung um 100 Mrd. EUR pro Jahr steigen. Auch aus Sicht der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe ist der Investitionsbedarf sehr hoch, wie im Standpunkt vom September 2021 herausgearbeitet wurde ([Private und öffentliche Investitionen stärken](#)). Der geschätzte Investitionsbedarf für

*Ziel der EU ist es, bis 2050 klimaneutral zu sein*

Europa liegt zwischen 90 Mrd. und 732 Mrd. Euro, der deutsche Anteil beträgt zwischen 22 Mrd. und 172 Mrd. Euro.

Im deutschen Klimaschutzgesetz in der Fassung vom August 2021 ist bis 2030 sogar eine Reduktion der Treibhausgasemissionen um 65 Prozent gegenüber 1990 vorgesehen. Darüber hinaus gibt es diverse Programme zur Förderung von Zukunftsindustrien wie Wasserstoff und Halbleiter, um die Unabhängigkeit Deutschlands und Europas zu sichern. Auch zur Modernisierung der Infrastruktur, zur Forschungsförderung sowie zu einer beschleunigten Digitalisierung sind umfangreiche öffentliche Investitionen einzuplanen.

Wie kann die erforderliche zusätzliche Verschuldung mit der angestrebten Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nach der Pandemie in Einklang gebracht werden? Bruegel schlägt einen „Grünen Fiskalpakt“ vor. Dieser beinhaltet unter anderem eine „Grüne Goldene Regel“, der zufolge Schulden für „grüne“ Investitionen bei der Berechnung der Verschuldungsregeln ausgenommen werden. Auch im Standpunkt der Chefvolkswirte vom Juni 2020 hatte die Beachtung von „goldenen Regeln“ einen besonderen Stellenwert. Wir plädieren daher gerade jetzt dafür, nachhaltige öffentliche Investitionen besonders beim Atmen der finanzpolitischen Regeln zu bewerten. Dafür sollte aber keine neue feste Regel verankert werden.

*„Grüne Goldene Regel“*

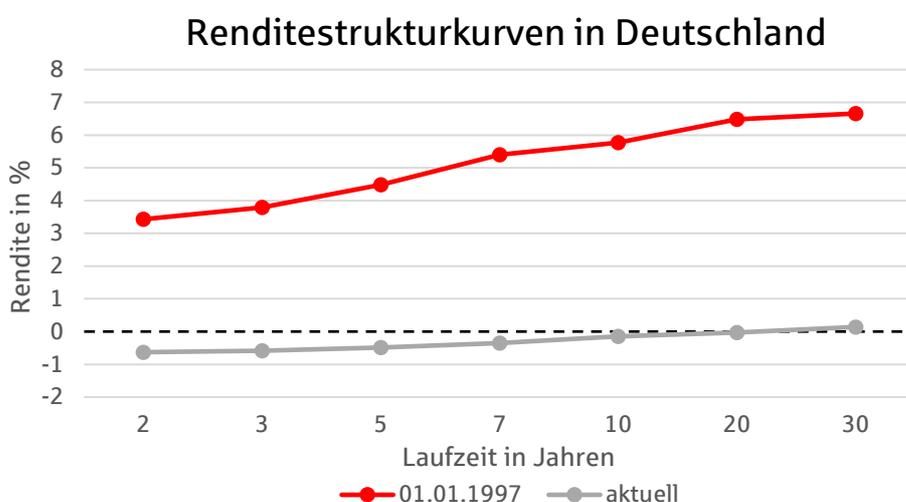
Solche flexiblen Vorschläge finden Zustimmung in Südeuropa, während vor allem in Nordeuropa – zumindest bisher – kein grundsätzlicher Änderungsbedarf am Stabilitäts- und Wachstumspakt gesehen wird. Frankreich hingegen drängt auf eine Reform, denn nach französischer Einschätzung besteht die Gefahr, dass eine zu ambitionierte Rückkehr zu den Stabilitätskriterien das Wachstum zu schnell begrenzt. Darüber hinaus sei es den EU-Staaten dann gerade in mittlerer Perspektive unmöglich, die erforderlichen Zukunftsinvestitionen aus den ordentlichen Haushalten zu finanzieren.

Die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts wurden in einer Zeit beschlossen, in der die Wachstums- und Inflationsraten sowie die Renditen deutlich höher waren als heute. Die Kriterien waren seinerzeit angemessen und so gewählt, dass die Schuldenstandsquoten bei Wachstumsraten von jährlich 3 Prozent und Inflationsraten von 2 Prozent in den avisierten Bereich zurückgeführt werden konnten.

In den vergangenen Jahrzehnten hat sich das gesamte Umfeld stark verändert. Die Zinsstruktur ist eine völlig andere als Ende der 90er Jahre. So haben die niedrigen Wachstumsraten und die extrem expansive Geldpolitik der Notenbanken die Renditen und den Gleichgewichtszins stark ermäßigt. Zudem ist eine Rückkehr zu den fundamentalen Rahmendaten des Zeitpunktes der Festlegung der Maastrichter Kriterien wenig wahrscheinlich.

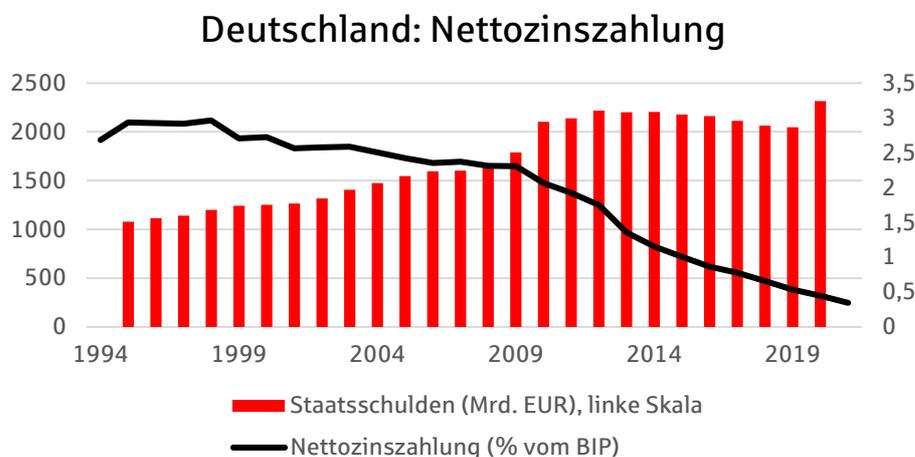
Insgesamt gilt es daher, das gesamte fiskalpolitische Korsett in Europa zu entrümpeln. So sollten künftig Auseinandersetzungen über Feinsteuern nach konjunkturbereinigten Defiziten oder über Wege zur Definition von Produktivität im Detail vermieden werden. Entscheidend muss es sein, das Ziel der Konsolidierung zu verfolgen und dabei alle makroökonomischen Daten im Blick zu behalten. In diesem Zuge sollte auch beim makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahren mehr Maß und Mitte gefunden werden, wenn Überschüsse/Defizite beim Handel im Euroraum entstehen. Exportstärke oder -schwäche ist immer auch ein Marktergebnis. In Zukunft sollte unter Beachtung der Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank auch für die Fiskalpolitik der Zinsstruktur mehr Beachtung geschenkt werden.

Veränderte Zinsstruktur



Quelle: Refinitiv Datastream

Die stark gesunkenen Renditen führten zu einer massiven Verringerung der staatlichen Schuldenlast. So verringerte sich die Nettozinszahlung Deutschlands von knapp 3 Prozent des BIP in den 90er Jahren auf aktuell 0,3 Prozent des BIP. In der gleichen Zeit wuchsen die Staatsschulden von rund 1 Bill. EUR auf 2,3 Bill. EUR an.



Quelle: Refinitiv Datastream

Zudem sind die Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch immer neue Ergänzungen immer komplexer geworden, so dass sie fast beliebig geworden sind. Eine Vereinfachung ist dringend geboten, um die politische Einflussnahme auf die Beurteilung der Verschuldung eines jeden Mitgliedstaates wieder zurückzudrängen. Je einfacher solche finanzpolitischen Regelwerke sind, umso besser.

*Vereinfachung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes dringend nötig*

Der Grundgedanke einer Kontrolle der Verschuldung der öffentlichen Hand sollte bei der Reform unbedingt erhalten bleiben. Wir halten nichts von der Auffassung, dass die Staatsschuldengrenze nach oben offen ist, sofern nur die Zentralbank genügend Anleihen aufkauft. Jeder Ankauf durch die Notenbank geht mit einer Erhöhung der Geldbasis einher und birgt somit das Potential in sich, eine stärkere Geldmengenausweitung zu veranlassen. Wenn Bürgerinnen und Bürger sowie Unternehmen dann nicht mehr bereit sind, diese Geldmengen zu halten, ist Inflation das Ergebnis. Daher sind möglichst verfassungsgemäß verankerte Schuldenlimite unverzichtbar.

Die Grenzen der Staatsschuld sind wissenschaftlich nicht eindeutig bestimmbar, zumal sie von vielen Eigenschaften einer Volkswirtschaft und eines politischen Systems abhängen. Trotzdem lassen sich für den Verbund der Euro-Mitgliedstaaten einheitliche Grenzen festlegen, und das sollte auch weiterhin geschehen.

*Einheitliche Grenzen für alle Euro-Mitgliedstaaten*

Die Schuldentragfähigkeit eines jeden Schuldners ist abhängig vom Zinsniveau und seiner Einkommensentwicklung (bei Staaten gemessen am Wachstum des BIP). Bei der Reform sollte an dem Kriterium eines maximalen jährlichen Haushaltsdefizits von 3 Prozent des BIP festgehalten werden. Die Schuldenobergrenze dagegen könnte verändert werden. Will man das stark gesunkene Zinsniveau mit einbeziehen, das wohl noch eine ganze Weile vorherrschen wird, so kann an eine Neukalibrierung des Grenzwertes gedacht werden. Eine Anhebung der Schuldenobergrenze von bisher 60 auf 80 Prozent des BIP wäre angesichts des Niedrigzinsumfeldes vertretbar. Wir raten hier zu einer vorsichtigen Erhöhung und nicht zu Veränderungen auf 100 Prozent, wie es die Ökonomen des ESM vorgeschlagen haben. Vermieden werden muss bei solchen Reformen auf jeden Fall, dass Europa den Weg in eine Schuldenunion einschlägt. Insofern sollte eine solche Reform auch mit einer regelmäßigen Prüfung gemäß einer Sunset Clause verbunden werden. So sollte Ende dieses Jahrzehnts geprüft werden, wie sich auf den Märkten die Zinsstrukturen verändert haben und dann eine entsprechende Neukalibrierung der öffentlichen Schuldenstandsquote erfolgen.

*Am Haushaltsdefizit von jährlich 3 Prozent sollte festgehalten werden*

Verknüpft man auf diese Weise die Schuldengrenze mit dem Zinsniveau, müssen bei steigenden Zinsen die Schuldenlimite auch wieder heruntergefahren werden können. Damit dies nicht zu hektischen Ausschlägen in der Finanzpolitik führt, sollte eine solche regelmäßige Prüfung der Obergrenze nur langfristig, also etwa alle 5 bis 10 Jahre, stattfinden. Bisher

findet in den Debatten über die Reform der Fiskalregeln dieser Aspekt der Kalibrierung der Regeln angesichts der strukturell deutlich geänderten Zinslage unserer Auffassung nach noch zu wenig Beachtung. Wir wollen daher diesen Aspekt besonders hervorheben.

Staaten mit zu hoher Verschuldung sollen auch weiterhin am Abbau ihrer Schuldenquote arbeiten. Dies muss jedoch in einem realistischen Rahmen geschehen. Die bisher automatischen Abbauziele sind zu ambitioniert und sollten individuell mit einzelnen Ländern festgelegt werden. Wie schon beim alten Stabilitäts- und Wachstumspakt sind die Sanktionen bei Verstößen bedeutsam. Soweit ein Land Hilfs- oder Transferleistungen innerhalb der EU erhält, sind solche Hilfsprogramme mit Auflagen zu versehen. Im Extremfall sollte über Eingriffe in die Haushaltspolitik von Ländern nachgedacht werden, die ihren Abbauplänen nicht nachkommen.

*Realistischer Abbau von Staatsverschuldungen*

### **Klimastabilisierungsfonds**

Die neue Bundesregierung kann die aktuellen Rahmenbedingungen nutzen, um ein umfassendes Investitionsprogramm auf den Weg zu bringen, mit dem die erforderlichen Investitionen der kommenden Jahre finanziert werden. So könnten öffentliche Investitions- und Transformationsfonds, die Unternehmen mit staatlichem Eigenkapital ausstatten, eingerichtet werden. Der Wirtschaftsstabilisierungsfonds, den die Bundesregierung im Zuge der Corona-Krise auflegte, hat ein Volumen von 600 Mrd. EUR. Die Mittel waren für Staatsbeteiligungen sowie die Absicherung von Krediten vorgesehen. Abgerufen wurden bisher weniger als 10 Mrd. EUR, da die meisten Unternehmen auch ohne staatliche Hilfen durch die Krise gekommen sind. Vor diesem Hintergrund wäre zu überlegen, die verbleibenden Mittel auch weiterhin bereitzustellen und den Wirtschaftsstabilisierungsfonds in einen Klimastabilisierungsfonds umzuwandeln.

*Öffentliche Investitions- und Transformationsfonds können von der neuen Bundesregierung eingerichtet werden*

### **Mit „Bürgerfonds“ private Investitionen stärken**

Wichtig bleibt bei allen Debatten um neue staatliche Verschuldungen, auch weiterhin die private Investitionskraft zu stärken. Neben notwendigen regulatorischen Erleichterungen könnten beispielsweise die hohen Einlagebestände in Banken und Sparkassen über „Bürgerfonds“ ohne Eigenkapitalstützung staatlich (beispielsweise über Steueranreize) gefördert werden, um nachhaltige und digitale Investitionen in diesem Jahrzehnt zu stärken. Solche Ansätze sollten nicht nur in Deutschland, sondern auch in den anderen Staaten des Euroraums bzw. der EU verfolgt werden. Sie spiegeln die Eigenverantwortung in Solidarität gemäß dem Subsidiaritätsprinzip wider.

*Private Investitionskraft stärken*

## Schulden-Rückbaupfad festlegen

Sicherlich bietet 2022 angesichts der Zinslage und der coronabedingten Aussetzung der Schuldenbremse diverse Möglichkeiten, die staatliche Verschuldung über Sondervermögen deutlich auszuweiten. Wichtig dabei ist aber, klar den Rückbaupfad für diese zusätzlichen Schulden auch in Deutschland verbindlich festzulegen und dabei dem mittelfristig wichtigen Konsolidierungserfordernis Rechnung zu tragen. Das sollte auch Maßgabe auf europäischer Ebene mit Blick auf den „NextGenerationEU“-Aufbauplan sein.

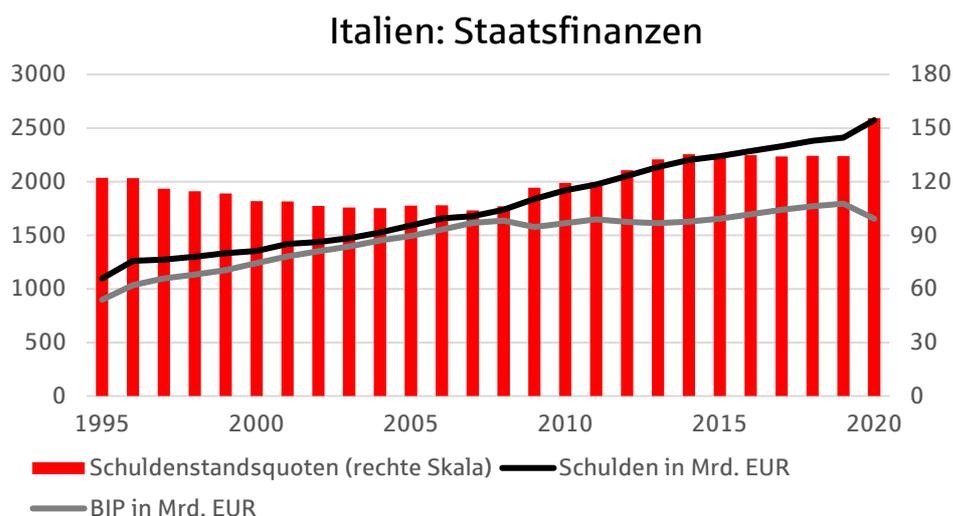
Die Solidität öffentlicher Haushalte ist die Grundvoraussetzung für die staatliche Schuldentragfähigkeit. Einen maßgeblichen Beitrag zu ihrer Gewährleistung bzw. Wiederherstellung liefert die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank trotz der großen Gefahren dieser Politik durch Moral Hazard, fiskalische Dominanz der Geldpolitik und eine nicht demokratisch legitimierte Umverteilung, wie am Beispiel Italiens veranschaulicht werden kann.

*Niedrigzinspolitik der EZB*

## Exkurs: Italiens Staatsfinanzen auf Erholungskurs

Italien ist mit rund 2,6 Bill. EUR verschuldet und weist eine Schuldenstandsquote von knapp 156 Prozent des BIP auf. Die Schulden der viertgrößten Volkswirtschaft des Euroraums waren wiederholt Angriffspunkt bei Kritik und Zweifeln am europäischen Währungsverbund und der Gemeinschaftswährung Euro.

*Italiens Staatsschulden liegen bei 2,6 Bill. EUR*



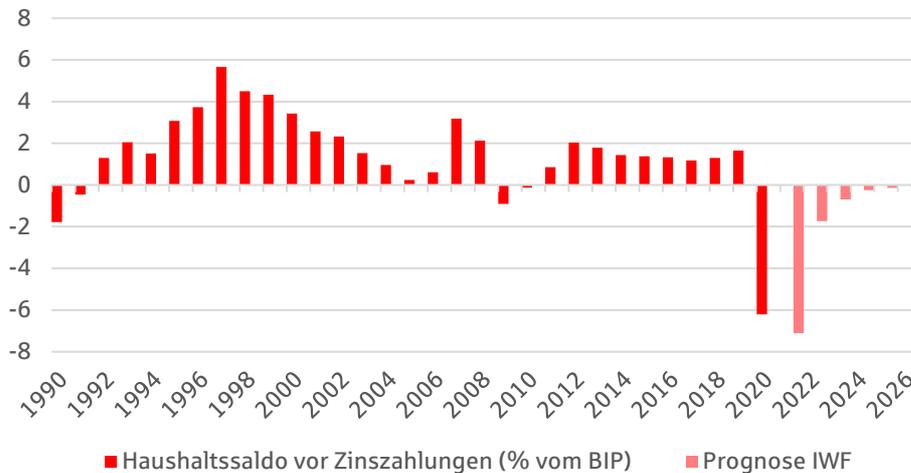
Quelle: Refinitiv Datastream

Vom Beginn der 90er Jahre bis zur Pandemie ist der Primärsaldo des italienischen Staatshaushalts fast ausnahmslos positiv. Unter Ausklammer-

*Bis 2019 überwiegend Haushaltsüberschuss*

rung der Zinskosten erzielte Italien bis 2019 also überwiegend Haushaltsüberschüsse. Nach Einschätzung des IWF nähert sich der Primärsaldo ab 2024 wieder der Nulllinie an.

### Italien: Primärsaldo

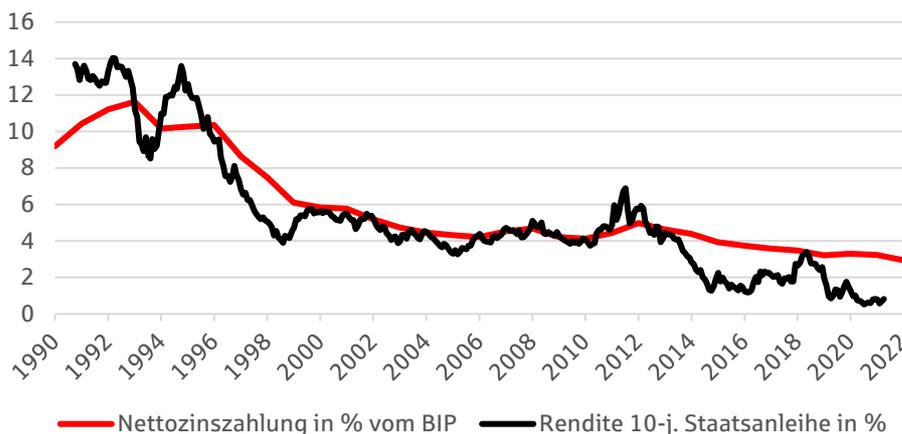


Quelle: Refinitiv Datastream

Die Aufwendungen für den staatlichen Zinsdienst nahmen seit den 70er Jahren stetig zu und erreichten 1993 mit knapp 12 Prozent des BIP ihren Höhepunkt. Seither sorgten tendenziell fallende Renditen für Entspannung. Lagen die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen bis 1996 noch im zweistelligen Bereich, werfen sie heute weniger als 1 Prozent ab. Dadurch schmolz der jährliche staatliche Zinsdienst auf rund 3 Prozent des BIP ab.

*Höhepunkt im Jahr 1993 mit knapp 12 Prozent des BIP*

### Italien: Zinsdienst und Rendite



Quelle: Refinitiv Datastream

Bis Ende 2023 wird der größte Teil der italienischen Staatsanleihen mit Kupons von 4 Prozent oder mehr fällig. Im Zuge von Umschuldungen werden hochverzinsliche Altschulden durch Anleihen mit wesentlich niedrigeren Kupons refinanziert. Der Schuldenberg verringert sich zwar nicht. Die Zinsbelastung des italienischen Staatshaushalts nimmt jedoch

*Finanzielle Verwundbarkeit Italiens verringert sich*

ab. Die Schuldentragfähigkeit wird gestärkt. Gleichzeitig verringert sich die finanzielle Verwundbarkeit Italiens und damit auch des Euroraums.

Aktuell zeigt das Beispiel Italiens, dass es in der Kombination von europäischer Solidarität und Solidität mit Strukturmaßnahmen möglich sein kann, aus eigener wirtschaftlicher Kraft in der mittleren Frist aus hohen Schuldenständen herauszuwachsen. Bisläng ist es Italien allerdings nicht gelungen, die Primärüberschüsse zur Reduzierung der öffentlichen Schuldenstandsquote zu verwenden. Es muss vermieden werden, dass die EZB dauerhaft die Zinsen niedrig hält, um die Schuldentragfähigkeit Italiens nicht zu gefährden.

Entscheidend für Italien bleibt die Sicherung der Finanzmarktstabilität durch ein klares Bekenntnis zur Erfordernis nachhaltiger Haushaltspolitiken bei Ausschöpfung der Investitionsmöglichkeiten auf allen Ebenen. Alle diese Aspekte sollte auch die neue deutsche Regierung mit der Europäischen Kommission sowie im Kreise der Beratungen der Finanzministerinnen und Finanzminister berücksichtigen. Dies gilt auch für die Ebene der Staats- und Regierungschefinnen und Staats- und Regierungschefs in der Europäischen Union.

## Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband  
Abteilung Financial Markets & Economics  
Charlottenstraße 47, 10117 Berlin  
Telefon: 030 20225-5303  
DSGV-Volkswirtschaft@dsgv.de

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

2. Dezember 2021

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

unsplash/nadin mario

### Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel - DSGV  
Direktor  
Leitung Financial Markets & Economics  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGV  
Chefvolkswirt  
Stellv. Abteilungsleiter  
Financial Markets & Economics  
reinhold.rickes@dsgv.de

### Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN

2509-3851