ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Homburg, Stefan et al.

Article

Staatsschuldenkrise: Zeitbombe für die Währungsunion?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Homburg, Stefan et al. (2014) : Staatsschuldenkrise: Zeitbombe für die Währungsunion?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 67, Iss. 15, pp. 3-30

This Version is available at:
http://hdl.handle.net/10419/165460

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Staatsschuldenkrise: Zeitbombe für die Währungsunion?

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Staatsverschuldung einiger Euroländer so stark gestiegen wie nie zuvor. Und eine glaubhafte Konsolidierungsstrategie ist nicht in Sicht. Im Gegenteil, vermehrt wird sogar eine Lockerung der Sparpolitik gefordert, um so die Wirtschaft anzukurbeln. Kann die Europäische Währungsunion die Staatsschuldenkrise überleben?

Die europäische Staatsschuldenkrise verschärft sich

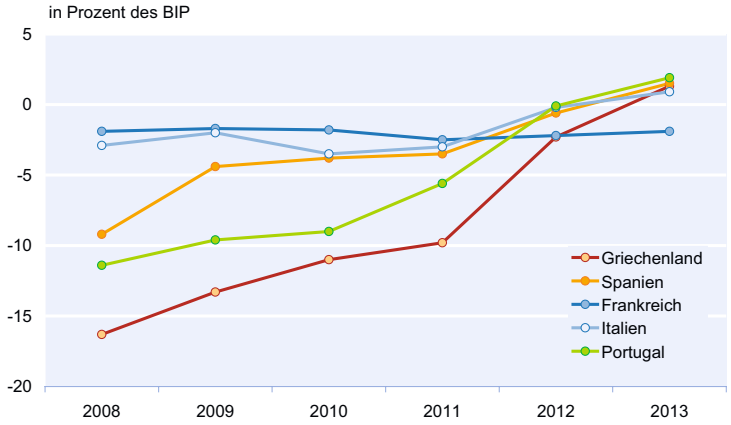
Auf seinem jüngsten Gipfeltreffen am 26. und 27. Juni 2014 hat sich der Europäische Rat unter anderem mit der Wirtschaftslage der Eurozone befasst und hierzu folgendes festgestellt (EUCO 79/14, Tz. 15): »Dank der Anstrengungen der Mitgliedstaaten lassen sich bei der Korrektur der makroökonomischen Ungleichgewichte Fortschritte und bei den öffentlichen Finanzen eine weitere Verbesserung verzeichnen.«

Die beiden Einschätzungen des Gipfels beziehen sich einerseits auf makroökonomische Ungleichgewichte und andererseits auf die Lage der öffentlichen Finanzen. Dabei dürfte die erste Feststellung die Rückbildung früherer Leistungsbilanzdefizite meinen, da sich andere makroökonomische Indikatoren wie Wachstum oder Beschäftigung im Durchschnitt keineswegs günstig entwickelt haben. In der Tat waren die Leistungsbilanzdefizite bzw. die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizite in mehreren Peripherieländern zuletzt rückläufig (vgl. Abb. 1). Im Fall Griechenlands, Italiens, Portugals und Spaniens haben die Finanzierungssalden im vergangenen Jahr das Vorzeichen gewechselt und sind jetzt positiv; allein Frankreich verzeichnet weiterhin negative Werte. In einem Binnenmarkt mit freiem Kapitalverkehr sind gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden allerdings keine politischen Steuerungsgrößen, sondern Ausdruck internationaler Kapitalbewegungen. Ihre Änderungen können nicht sinnvoll »Anstrengungen der Mitgliedstaaten« zugeschrieben werden. Vielmehr reflektieren sie den Rückzug des Kapitals aus den Peripheriestaaten (vgl. Sinn 2013, S. 15).

Was die öffentlichen Finanzen angeht, die im Unterschied zu gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssalden tatsächlich politisch steuerbar sind, erstaunt die Einschätzung der Staats- und Regierungschefs, wenn man sie mit den von Eurostat gelieferten Fakten kontrastiert. Abbildung 2 dokumentiert die Entwicklung der staatlichen Finanzierungssalden der fünf größten südeuropäischen Volkswirtschaften; in weiteren kleineren Ländern wie Irland, Slowenien oder Zypern zeigen sich durchaus vergleichbare Probleme. Die dargestellten Defizitquoten übersteigen seit 2009 durch-

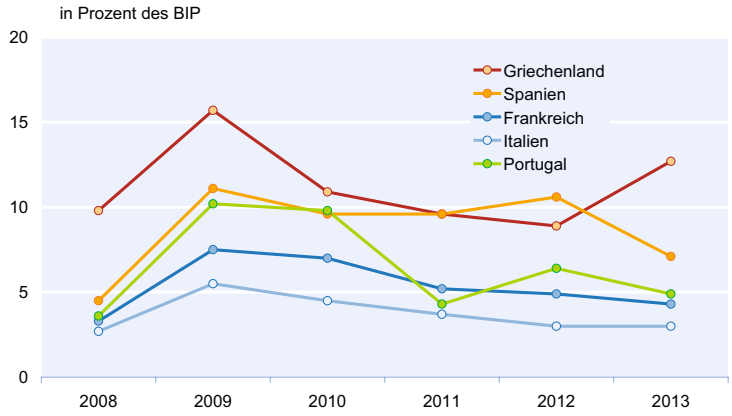
Stefan Homburg*

Abb. 1
Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden



Quelle: Eurostat.

Abb. 2
Staatliche Defizitquoten



Quelle: Eurostat.

* Prof. Dr. Stefan Homburg ist Direktor des Instituts für Öffentliche Finanzen an der Universität Hannover.

weg den im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Referenzwert von 3%, der lediglich von Italien zwischen 2012 und 2013 soeben eingehalten wurde. In den übrigen Ländern lag die Defizitquote teilweise weit über dem Referenzwert: In Spanien pendelte sie ab 2009 nicht weniger als vier aufeinanderfolgende Jahre lang um 10% und sank 2013 auf immer noch stattliche 7,9%. Griechenland hat nur 2011 und 2012 eine einstellige Defizitquote erreicht; diese schnellte jedoch 2013 erneut hoch, und zwar auf 12,7%.

Dem Publikum ist die ungünstige Entwicklung speziell Griechenlands weitgehend verborgen geblieben, weil die Kommission den Budgetdefiziten in den letzten Jahren weniger Beachtung geschenkt hat. In den Fokus rückten Erfolgsmitteilungen über primäre, strukturelle und um Sondereffekte bereinigte Defizite. Mit solchen Konstrukten mag man beliebig hantieren, doch kommt es hinsichtlich der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen keineswegs darauf an, ob Defizite als strukturell oder ihre Änderungen als Sondereffekte klassifiziert werden. Übermäßige Budgetdefizite führen auf Dauer in die Insolvenz, unabhängig davon, ob sie zur Finanzierung von Bankenrettungen oder anderen Maßnahmen dienen. Neben Griechenland, Irland und Spanien haben es auch Frankreich und Portugal ersichtlich nicht vermocht, ihre Budgetdefizite auf den erlaubten Referenzwert zurückzuführen. Während der Großen Rezession 2008/09 mag das einem akuten finanzpolitischen Anpassungsbedarf geschuldet gewesen sein. Fünf Jahre später drängt sich aber der Eindruck auf, dass dieses Finanzgebaren auf Dauer angelegt ist.

Welche Konsequenzen hat der Europäische Rat aus den vorstehenden Tatsachen gezogen? Er meint (ebd.), »Strukturreformen, die das Wachstum steigern und die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern, sollte besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden, auch durch eine geeignete Bewertung der fiskalischen Maßnahmen und Strukturreformen unter optimaler Nutzung der in den geltenden Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts enthaltenen Flexibilität.« Übersetzt bedeutet das eine noch stärkere Aufweichung der vereinbarten Spielregeln. Dieser Kurs ist bedenklich, weil die Kommission den Stabilitäts- und Wachstumspakt in den vergangenen Jahren ohnehin weitgehend ignorierte, Regelverletzer nicht zur Verantwortung zog und stets auf neue die gewünschten Fristverlängerungen bewilligte.

Das dadurch entstehende und sich kontinuierlich verschärfende Problem wird deutlich, wenn man sich kurz erinnert, auf welchen Überlegungen die vereinbarten Referenzwerte von 3% für die Defizitquote und 60% für die Schuldenstandquote beruhten. Bei konstanter Schuldenstandquote sind die beiden Referenzwerte miteinander verträglich, wenn das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) jährlich um 5% wächst. Denn mit D als Schuldenstand, ΔD als Defizit, Y als BIP und ΔY als dessen Änderung gilt

$$\Delta D/Y = D/Y \times \Delta Y/Y,$$

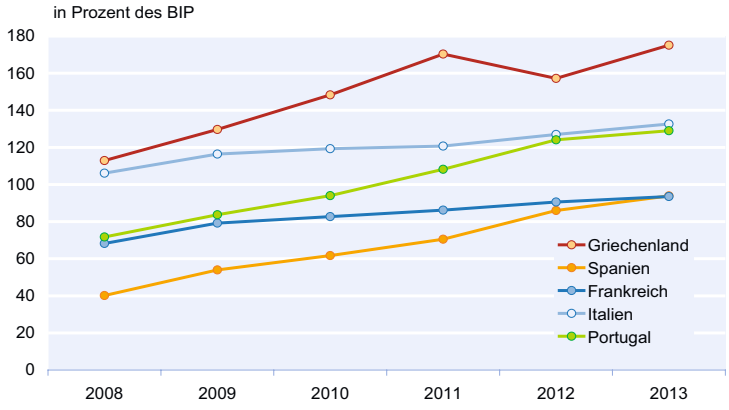
wenn Schuldenstand und BIP mit derselben Rate wachsen, die Schuldenstandquote also konstant bleibt. Wächst das nominale BIP, wie in den vergangenen Jahren, mit Raten unter 5%, dann reicht eine Defizitquote von 3% nicht aus, um die Schuldenstandquote bei 60% zu stabilisieren. Bei einer Wachstumsrate von 1% müsste die Defizitquote beispielsweise 0,6% betragen, wenn der Schuldenstand unterhalb des Referenzwerts verbleiben soll. Sinkt das nominale BIP, sind zur Stabilisierung der Schuldenstandquote sogar Budgetüberschüsse erforderlich.

Der in Abbildung 3 gezeigte enorme Anstieg der Schuldenstandquoten resultiert aus überhöhten Defiziten in Verbindung mit geringem Wachstum. Seit 2010 übertreffen die Schuldenstandquoten der Problemstaaten allesamt den Referenzwert von 60%. In Griechenland, Italien und Portugal betragen sie mehr als das Doppelte des Referenzwerts, während Frankreich und Spanien auf dreistellige Werte zusteuern.

In absoluten Zahlen summierten sich die konsolidierten Staatsschulden der fünf betrachteten Staaten Ende 2013 auf fast 5,5 Billionen Euro. Im Vergleich dazu nimmt sich das Volumen des Europäischen Stabilitätsmechanismus, der Beistandszahlungen an überschuldete Mitgliedstaaten finanzieren soll, mit 700 Mrd. Euro fast bescheiden aus. Auch eine Rettung durch die Europäische Zentralbank erscheint angesichts der geschilderten Größenordnungen fraglich, und zwar sowohl aus ökonomischen wie aus rechtlichen Gründen.

Abb. 3

Staatliche Schuldenstandquoten



Quelle: Eurostat.

Wichtiger als die ökonomischen Fakten ist aber ein psychologisch-propagandistisches Moment: Alle Staats- und Regierungschefs, die weitaus meisten Journalisten und sogar etliche Wissenschaftler interpretieren den vorstehend beschriebenen Marsch in die Insolvenz fälschlich als eine »Austeritätspolitik«, die den betroffenen Staaten viel abverlangt und bei der man den Bogen keinesfalls überspannen darf; vgl. Homburg (2013). Derartige Fehleinschätzungen dürften der Problembewältigung am stärksten entgegenstehen: So lange nämlich Meinungsführer verbreiten, die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts seien unzumutbar, die Defizite gar nicht so schlimm und die südeuropäischen Staaten infolge ihrer angeblichen Reformpolitiken auf einem guten Weg, werden die Schuldenstandquoten weiter steigen. Ein Konjunkturschub könnte diese fatale Entwicklung vorübergehend abschwächen. Umgekehrt dürfte die Eurozone eine weitere weltweite Rezession kaum noch verkraften.

Bis hier zusammengefasst steckt die Eurozone in einer Zwickmühle: Etliche Mitgliedstaaten leben über ihre Verhältnisse, wollen das aber nicht wahrhaben und empfinden Änderungsvorschläge als Angriff und Einmischung von außen. Auf der anderen Seite wird die Fortführung der bisherigen Politiken wahrscheinlich weitere Beistandszahlungen erfordern, deren Machbarkeit zweifelhaft ist.

Um die Lage aus einer anderen Perspektive zu beleuchten, stellt Abbildung 4 die Entwicklung der privaten und öffentlichen Konsumausgaben als Prozentsatz des verfügbaren Nettonationaleinkommens dar. Ein Wert von 100 bedeutet, dass das betreffende Land sein gesamtes verfügbares Einkommen konsumiert, weshalb bei ausgeglichener Leistungsbilanz nichts für Investitionen übrigbleibt. Dieses Szenario gilt in guter Näherung für Italien. Griechenland und Portugal konsumieren erheblich mehr als ihr verfügbares Einkommen, während die Konsumquoten Frankreichs und Spaniens zuletzt bei gut 96% lagen. Nennenswerte Investitionen setzen unter diesen Voraussetzungen Kapitalimporte voraus. Weil die internationalen Kapitalanleger aber offenbar keine weiteren Leistungsbilanzdefizite finanzieren wollen, sind die Nettoinvestitionen der Problemländer nahe null bis stark negativ.

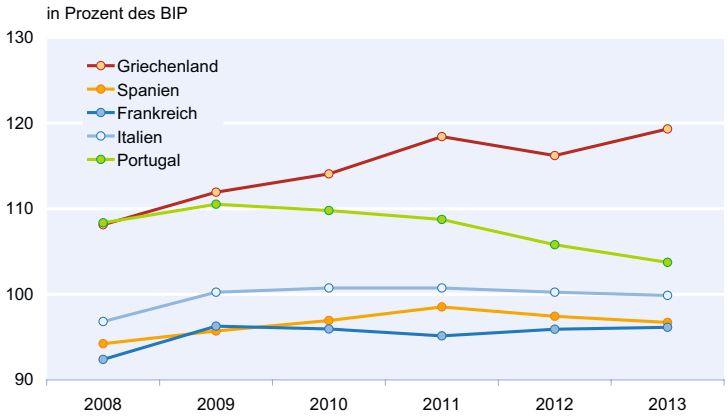
Eine isolierte Betrachtung der Leistungsbilanz- bzw. Finanzierungssalden ist folglich nicht aussagekräftig: Wenn die Kapitalimporte *und* der inländische Konsum zurückgehen, bleibt Spielraum für Investitionen und Wachstum. Sinken aber *nur* die Kapitalimporte bei unverändert hohem Konsum, geht das zu Lasten der Investitionen. In Griechenland ist die Konsumquote in den letzten Jahren gestiegen, weshalb die Nettoinvestitionen in den Jahren 2011 bis 2013 auf – 3,2%, – 10,3% bzw. – 16,2% des verfügbaren Nettonationaleinkommens sanken. Ein derart scharfer Desinvestitionskurs schließt eine positive Wirtschaftsentwicklung aus. Allein in Portugal geht die Konsumquote allmählich zurück, doch ist die Investitionsquote auch in diesem Land nach wie vor negativ.

Wie wird es weitergehen? Rein logisch gibt es drei Möglichkeiten: Erstens könnten die genannten Staaten, insbesondere Griechenland, Italien und Portugal, den Konsum drastisch mindern, um auf einen nachhaltigen Pfad zu gelangen und Luft für private Investitionen zu schaffen. Hierzu müssten die defizitfinanzierten Ausgaben für öffentlichen Konsum und Transfers zurückgefahren werden. Zweitens könnte man die obigen Konsumniveaus verstetigen, was aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit neue Transfers seitens der noch stabilen Mitgliedstaaten der Eurozone erforderte. Drittens würde natürlich ein starkes Wirtschaftswachstum die Problemlage entschärfen.

Der ersten Lösung stehen politische Widerstände in den Nehmerländern entgegen, die ihren Wählern kaum weitere Einschnitte zumuten wollen. Analog ist die zweite Lösung durch absehbare politische Widerstände in den Geberländern versperrt, deren Bürger sich immer stärker gegen Beistandszahlungen wehren. Politiker wie Beppe Grillo oder Alexis Tsipras illustrieren das erstgenannte Hemmnis, Parteien wie AfD oder »Wahre Finnen« das letztgenannte.

Somit verbleibt als einziger theoretischer Ausweg ein starkes und anhaltendes Wirtschaftswachstum in Südeuropa. Eingedenk der niedrigen oder negativen Investitionsquoten, der desaströsen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen und der damit verbundenen Unsicherheit ist diese Vorstellung aber unrealistisch – wer mag in Ländern investieren, die politisch zerfransen und von Insolvenz bedroht sind? Der Teufelskreis aus Überschuldung, Unsicherheit und Stagnation hat sich inzwischen verfestigt. Er lässt sich nicht durch neue staatliche Investitions-

Abb. 4
Gesamtwirtschaftliche Konsumquoten



Quelle: Eurostat.

und Schuldenfonds überwinden, wie sie das DIW (2014) vorgeschlagen hat. Fonds setzen die Saldenmechanik nicht außer Kraft und ändern nichts an der Tatsache, dass exzessiver Konsum immer weiter in die Verschuldung führt.

Fazit

Möglicherweise ist die volkswirtschaftliche Politikberatung im Hinblick auf die Probleme der Eurozone mit ihrem Latein am Ende. Falls ja, sollte man das unumwunden eingestehen, denn nach der Finanzkrise wurde den Volkswirten vorgeworfen, sie seien zu blauäugig gewesen und hätten nicht ausreichend vor Gefahren gewarnt. Bernankes Fehleinschätzung aus 2007, das vom Zusammenbruch des Hypothekenmarkts ausgehende Risiko sei »contained«, hat inzwischen sprichwörtliche Berühmtheit erlangt. Wer die Lage der Eurozone nüchtern betrachtet, muss angesichts der in Abbildung 3 gezeigten Zunahmen der Schuldenstandquoten besorgt sein und wird sich von der trügerischen Ruhe auf den Finanzmärkten nicht beeindrucken lassen. Momentan honorieren die Anleger den schleichend errichteten Haftungsverbund, doch sitzen sie dabei einem »This Time is Different« im Sinne Reinharts und Rogoffs (2009) auf. Schon bei der nächsten Staatsinsolvenz könnte die Stimmung umkippen. Ein guter Ausgang des Euro-Experiments ist unwahrscheinlicher denn je.

Literatur

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2014), Wirtschaftliche Impulse für Europa, *DIW Wochenbericht* 81(27), Berlin.

Homburg, S. (2013), »On European Austerity«, *CESifo Forum* 14(2), 38–40.

Reinhard, C.M. und K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly,* Princeton University Press, Princeton.

Sinn, H.-W. (2013), »Austerity, Growth and Inflation. Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem«, *CESifo Working Paper* No. 4086.

Carsten Hefeker*

Ökonomische und politische Zusammenhänge zwischen Schuldenkrise und Währungsunion

Nach Meinung vieler Beobachter kann die Europäische Währungsunion (EWU) auf Dauer die Staatsschuldenkrise in vielen der Mitgliedsländer nicht überleben. Staaten, die ihre Finanzen auf einem nicht haltbaren Kurs haben, so das Argument, werden irgendwann insolvent werden und ihre Schulden nicht zurückzahlen. Wollen sie das vermeiden, können sie versuchen, das Problem mittels Geldpolitik zu lösen. Das, so die Meinung, ist in einer Währungsunion nicht machbar, weshalb sie an einer Schuldenkrise zerbrechen könnte. Ob das in der Tat so ist, hängt wesentlich vom Zusammenhang zwischen Geld- und Fiskalpolitik ab. Gibt es einen untrennbaren ökonomischen Zusammenhang, der das nahelegt, oder handelt es sich vielmehr um einen politischen Zusammenhang? Wenn das erste gilt, ist die EWU tatsächlich wohl nicht haltbar, gilt das zweite, handelt es sich vor allem um eine politische Frage, die auch politisch gelöst werden muss. Tatsächlich liegt das Problem eher darin, dass der Euro eine Währung ohne Staat ist (vgl. Aizenman 2014).

Wege mit Schulden umzugehen

Aus ökonomischer Sicht bestehen im Wesentlichen drei Möglichkeiten, mit extremer Verschuldung umzugehen. Ein Land kann erstens seine Ausgaben massiv kürzen, die Einnahmen erhöhen und versuchen, seine Schulden abzuzahlen. Das braucht Zeit und mag, je nach Grad der Verschuldung, nicht unmittelbar möglich sein, sei es wegen einer fehlenden Steuerbasis oder weil die Ausgaben nicht radikal gesenkt werden können. Beides ist mit weitreichenden institutionellen Veränderungen verbunden, die vielleicht durchsetzbar, in jedem Fall aber langwierig sind. In dem Fall kann das Land versuchen, mit seinen Gläubigern einen Zahlungs-

* Prof. Dr. Carsten Hefeker ist Inhaber des Lehrstuhls für Europäische Wirtschaftspolitik an der Universität Siegen.

aufschub oder eine freiwillige Reduktion der Schuld zu verhandeln. Eine zweite Möglichkeit ist die einseitige Erklärung, den Schuldendienst einzustellen oder auszusetzen, also ein vollständiger, teilweiser oder temporärer Zahlungsausfall. Dritte Möglichkeit ist, eine teilweise Reduktion der Staatsschuld durch die Geldpolitik zu erreichen. Zum einen kann direkt die Notenpresse genutzt werden, um Ausgaben zu finanzieren. Zum anderen kann die Geldpolitik expansive Fiskalpolitik alimentieren, da direkte Ankäufe von Staatspapieren durch die Zentralbank die Zinsen senken und so die Verschuldung erleichtern. Schließlich können alle drei Maßnahmen kombiniert werden.

Tatsächlich lassen sich hinreichend Beispiele für alle drei Maßnahmen finden. Zahlungsausfälle souveräner Staaten sind so alt wie die Geschichte der Staatsverschuldung und zu vielfältig, um hier aufgezählt zu werden (vgl. Reinhart und Rogoff 2009; Tomz und Wright 2010; Sturzenegger und Zettelmeyer 2007). Generell ist ein Zahlungsausfall auch in einer Währungsunion möglich und zumindest im Ansatz durch die Umschuldungs- und Entlastungsprogramme in Griechenland geschehen (vgl. dazu im Detail Zettelmeyer, Trebesch und Gulati 2013). Auch für die Nutzbarmachung der Geldpolitik gibt es historisch vielfach Beispiele. Zu den Zeiten des Goldstandards wurde in Krisen die Konvertibilität von Noten in Gold suspendiert und somit die Expansion der Papiergeldmenge möglich.[1] Zugleich zeigt der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse exemplarisch allerdings auch die fundamentale Problematik, wenn die Ankerwährung manipulierbar ist. Die sehr expansive Fiskalpolitik der USA im Zuge des Vietnam-Kriegs und des ambitionierten Sozialprogramms der Johnson-Administration führte zu einer hohen Inflation in den USA, die Länder wie Deutschland nicht bereit waren über ihre Dollarbindung zu importieren. Die zunehmenden Spannungen und asymmetrischen Entwicklungen führten erst zur Suspendierung der Konvertibilität des Dollar in Gold und schließlich zur vollständigen Aufgabe des Festkurssystems im Jahr 1973.

Ein Nebeneffekt einer expansiven Geldpolitik ist in der Regel eine Abwertung, die ihrerseits positive Effekte auf die wirtschaftliche Entwicklung durch höhere Nettoexporte haben soll. Nicht zuletzt deshalb schlagen einige Autoren vor, dass Griechenland seine Mitgliedschaft in der EWU aufgeben oder mindestens für einige Zeit suspendieren sollte. Ob das wirklich den gewünschten Effekt haben würde, hängt in erster Linie davon ab, ob die Nachfrage- und Angebotselastizitäten hoch genug sind. Sicher würde eine Abwertung die Importe Griechenlands massiv einschränken. Ob hingegen die Exporte deutlich steigen würden, ist unklar, weil Griechenland relativ exportschwach ist und die Basis für große Exportzuwächse fehlt.[2]

Die politische Basis des Problems

All dies zeigt, dass Schuldenkrisen grundsätzlich durch expansive Geldpolitik, die Anpassung der Fiskalpolitik und/oder einen Zahlungsausfall gelöst werden können. Alles von dem ist grundsätzlich auch in einer Währungsunion möglich, setzt aber voraus, dass sich die Mitgliedstaaten darauf einigen können. Damit liegen etwaige Spannungen in der gemeinsamen Geldpolitik vor allem in Präferenzunterschieden der Mitgliedstaaten begründet und sind politischer Natur. In einer Währungsunion mit unterschiedlichen nationalen Traditionen, Zielen und Vorstellungen über die angemessene Wirtschafts- und Fiskalpolitik wird es irgendwann zu Konflikten über die in der Union gemeinsam verfolgte Politik zur Lösung von Schuldenkrisen kommen. Man muss nicht wie Feldstein (1997) einen Krieg erwarten, aber die in Griechenland und Deutschland in der Hochphase der Schuldenkrise zu beobachtenden Schlagzeilen der populistischen Presse sind ein Beleg für massive politische Spannungen.

Tatsächlich zeigt sich im europäischen Fall, dass die fiskalische Solidarität und Umverteilung zwischen den Ländern, wie sie im großen Widerstand vor allem in Deutschland gegen die fiskalischen Maßnahmen seit Ausbruch der Krise zum Ausdruck kommt, nur eingeschränkt vorhanden ist und eine weitergehende politische und fiskalische Integration für die Mehrheit außer Frage steht. Das zeigen auch Umfragen über die Stimmung generell gegenüber der europäischen Integration, nach denen der politische Wille dazu bei der Mehrheit der EU-Bevölkerung nicht vorhanden ist. Zugleich zeigt sich, dass Deutschland und andere Länder nicht bereit sind, eine expansivere Geldpolitik zum Nutzen der fiskalischen Entlastung der Schuldenstaaten im Süden mitzutragen.[3]

In einer umfassenden Studie zu Erfahrungen mit geteilter Hoheit über Fiskalpolitik bei einer gemeinsamen Währung zeigen Bordo, Markiewicz und Jonung (2011) denn auch, dass dies am ehesten funktioniert, wenn eine wirksame »No-Bail-out«-Klausel Spannungen vermindert und den einzelnen Staaten weitgehende Einnahmen- und Ausgabenautonomie gewährt. Wenn keine politische Integration besteht, die eine gemeinsame Fiskalpolitik ermöglicht, sollte eben, wie eigent-

[1] Bordo und Rockoff (1996) interpretieren den Goldstandard als eine bedingte Bindung, die in außergewöhnlichen Zeiten suspendiert werden konnte, ohne negative Glaubwürdigkeitseffekte zu haben.

[2] Zudem würde eine Abwertung die Euroschulden drastisch multiplizieren und vermutlich den sofortigen Zahlungsausfall bedingen. Nicht berücksichtigt ist auch, dass die Einführung einer neuen Währung langwierig ist und bereits die Erwartung einen Kollaps des Bankensystems zur Folge hätte (vgl. Eichengreen 2010).

[3] Tatsächlich kann man fragen, ob Deutschland und andere potenzielle Zahler überhaupt Kapazitäten für eine fiskalische Unterstützung besitzen. Die Krise hat nicht zuletzt auch in Deutschland zu einem deutlichen Anstieg der Staatsschuld geführt, und eine Ausweitung der Zahlungen an die Südländer würde diese vermutlich weiterhin erhöhen. Das erscheint zwar kurzfristig durchaus machbar, aber demographischer Wandel und Schuldenbremse lassen den langfristigen Spielraum eher gering erscheinen.

lich auch im Maastricht-Vertrag vorgesehen, eine klare fiskalische Trennung zwischen den Mitgliedstaaten bestehen. Desgleichen sollte das System einen Mechanismus besitzen, der auf große Schocks reagieren kann und, wenn nötig, im Krisenfall weitgehende Transfer- und Umverteilungszahlungen zulässt. Das System muss also anpassungs- und lernfähig sein.

Wenn man sich an diesen Erfahrungen orientiert, ist offensichtlich, dass eben genau die erste Regel nicht befolgt wurde. Zwar wurde eine No-Bail-out-Klausel geschaffen, diese aber nicht wirklich ernst genommen. Nachdem die Regel bereits zu Beginn der Währungsunion, mit tatkräftiger Unterstützung Deutschlands, weitgehend unwirksam gemacht wurde, muss man sich nicht wundern, dass sie jegliche Glaubwürdigkeit verloren hat. Spätere »Reformen« daran haben sie nur weiter aufgeweicht, so dass am Ende weder die Märkte noch die Regierungen der Mitgliedstaaten die Klausel ernst genommen haben. Wenn aber die No-Bail-out-Klausel politisch nicht durchgesetzt wird und die Geldpolitik nicht herangezogen werden soll, muss Europa notwendigerweise eine stärkere fiskalische Integration akzeptieren.

Ein möglicher Weg wäre zu sehen in einer gemeinsamen Fiskalpolitik, die beschränkte Solidarität impliziert, wie das z.B. der Vorschlag einer teilweise gemeinsamen Verschuldung vorsieht. Der Think Tank Bruegel hat vorgeschlagen (Delpla und von Weizsäcker 2010), dass für die nationale Staatsschuld bis zu 60% des BIP gemeinsam gehaftet wird (»blue bonds«), aber darüber hinaus gehende Verschuldung national verantwortet werden muss (»red bonds«). Das hätte mehrere positive Effekte: Die Verschuldung bis zu 60% unterliegt für die weniger glaubwürdigen Ländern einer Zinssubvention, wie das bereits im Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) der Fall ist. Ab 60% würde ein Risikoaufschlag fällig werden, der hoffentlich disziplinierende Wirkung entfalten würde. Ein durchaus wünschenswerter Nebeneffekt wäre die Schaffung eines tiefen und liquiden Marktes für europäische Staatspapiere, wie er bislang vor allem für amerikanische Staatspapiere besteht. Die höhere Liquidität würde vermutlich auch für Länder wie Deutschland einen Zinsvorteil realisieren lassen. Zudem sollte der liquidiere Markt die Rolle des Euro als internationale Währung stärken, was mit weiteren Vorteilen für die Eurozone verbunden wäre. Eine dauerhafte und weitergehende fiskalischen Solidarität kann jedoch nur funktionieren, wenn das entstehende moralische Risiko verhindert wird (vgl. Feld und Osterloh 2013).

In eine ähnliche Richtung, wenn auch mit Fokus auf die alten Schuldenbestände und nicht die Neuverschuldung, geht der Sachverständigenrat (2011) mit seinem Vorschlag eines Schuldentilgungsfonds für die Länder, die bereits aus dem ESM Unterstützung erhalten. Jene Länder, denen der Beitritt zu den europäischen Maßnahmen nicht gelingt, sollten hingegen einen geordneten Schuldenschnitt machen können.

Ein Insolvenzverfahren für europäische Staaten

Mindestens die Einführung des ESM lässt eine gewisse Anpassungsfähigkeit der europäischen Institutionen erkennen. Diese ist aber halbherzig und durchaus beschränkt. Tatsächlich ist die Option der Um- und Entschuldung durch geordnete Insolvenzverfahren für nicht zahlungsfähige Länder sinnvoll und überfällig für die Eurozone. Ernsthaft diskutiert auf internationaler Ebene im Zuge der Argentinien-Krise von 2002 (vgl. dazu Hefeker 2002), zeigt die aktuelle Situation Argentiniens wie wichtig ein geordnetes Verfahren für eine Umschuldung oder teilweise Entschuldung wäre. In der Krise fanden lange und schwierige Verhandlungen über einen teilweisen Schuldenerlass und eine Umschuldung statt, ähnlich wie das bei Griechenland auch der Fall war. Ein großer Teil der Gläubiger arrangierte sich schließlich mit der argentinischen Regierung auf großzügige Abschreibungen und Umschuldungen. Einige wenige Anleger und Spekulanten taten dies nicht und klagten stattdessen auf volle Erstattung und bekamen nun Recht vor einem amerikanischen Gericht (vgl. *Financial Times,* 30. Juni 2014). Demnach muss das Land nun auch diese Schuldner voll entschädigen, wenn es seine umgeschuldeten Verpflichtungen bedienen will. Das kann das Land nicht leisten und wird damit vermutlich in die erneute Zahlungsunfähigkeit getrieben. Dies liegt vor allem darin begründet, dass die Schuldner kein geordnetes Verfahren nutzen können, das den nötigen Spielraum für Verhandlungen schafft und diese dann auch allgemeinverbindlichen Charakter haben. Argentiniens Fall zeigt, dass eine nicht endgültige Lösung mit erheblicher Unsicherheit verbunden ist und das Schuldenproblem nicht dauerhaft lösen kann. Eine dauerhafte Lösung hingegen wäre ein souveränes Insolvenzverfahren, das ein Aussetzung der Zahlungen vorsieht während der Verhandlungen und dann für alle Schuldner verbindlich wäre, um zu verhindern, dass mehr als zehn Jahre nach der Zahlungsunfähigkeit Vereinbarungen zwischen Schuldner und Gläubigern defacto unwirksam werden.

Ein Insolvenzverfahren wäre auch für Europa eine konsequente und angemessene institutionelle Weiterentwicklung. Nicht nur würde es den betroffenen Staaten helfen, es würde auch Sicherheit in den Märkten schaffen und vermutlich die hohe Volatilität der Zinssätze reduzieren. Auch kann man davon ausgehen, dass die Glaubwürdigkeit der No-Bail-out-Klausel steigen würde, denn ein Grund für deren mangelnde Glaubwürdigkeit ist auch, dass eine Alternative fehlt zu unfreiwilliger fiskalischer Solidarität. Eine Insolvenz wäre eine solche Alternative, die auch den Druck von der Zentralbank nehmen würde als letzte Instanz intervenieren zu müssen, um die EWU vor dem Zusammenbrechen zu bewahren. Sicher würde, die Einführung eines solchen Mechanismus stark verschuldete Staaten mit höheren Zinsen konfrontieren, aber die damit verbundene Disziplinierung der Fiskalpolitik wäre durchaus erwünscht.

Leider wird ein solcher Mechanismus momentan, für den konkrete Vorschläge vorliegen (vgl. Sachverständigenrat 2011; Fuest, Heinemann und Schröder 2014), weder in Europa noch in Deutschland ernsthaft als Alternative oder notwendige Weiterentwicklung der Europäischen Union diskutiert. Mitglieder der Bundesregierung und andere hochrangige deutsche Politiker haben klar gemacht, dass sie weder den Tilgungsfonds noch gar Eurobonds wollen und eine stärkere Vergemeinschaftung der Fiskalpolitik ablehnen. Sie wollen auch keine verstärkte Intervention der Europäischen Zentralbank und die Ausweitung deren Aufkaufprogramms von Staatspapieren hoch verschuldeter Staaten. Da sie auch das Auseinanderbrechen der Eurozone nicht wollen, ist der Status quo die einzige Alternative: ein planloses und ungeordnetes Durchwursteln, wobei auch kleine Schocks die fragile Balance gefährden können.[4] Hieraus mag dann ein nicht intendierter, ökonomisch desaströser und letztlich unnötiger und vermeidbarer Zusammenbruch der Eurozone folgen. Dabei kann auch eine Währungsunion mit Schuldenproblemen fertig werden, wenn der politische Wille für eine klare Entscheidung gegeben ist. Bricht die EWU hingegen auseinander, liegt es vor allem an dessen Fehlen und nicht an ökonomischen Gesetzmäßigkeiten.

Literatur

Aizenman, J. (2014), »The Eurocrisis: Muddling Through, or on the Way to a More Perfect European Union?«, NBER Working Paper 20242.

Bordo, M., A. Markiewicz und L. Jonung (2011), »A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History«, NBER Working Paper 17380.

Bordo, M. und H. Rockoff (1996), »The Gold Standard as a ›Good Housekeeping Seal of Approval‹«, *Journal of Economic History* 56, 389–428.

Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2010), »The Blue Bond Proposal«, *Bruegel Policy Brief* 2010/03.

Eichengreen, B. (2010), »The Breakup of the Euro Area«, in: A. Alesina und F. Giavazzi (Hrsg.), *Europe and the Euro,* University of Chicago Press, Chicago, 11–51.

Feld, L. und S. Osterloh (2013), »Is a Fiscal Capacity Really Necessary to Complete EMU?«, Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik 13/5.

Feldstein, M. (1997), »The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability«, *Journal of Economic Perspectives* 11, 23–42.

Fuest, C., F. Heinemann und C. Schröder (2014), *A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns in the Euro Area,* Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.

Hefeker, C. (2002), »Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten?«, *Wirtschaftsdienst* 82(11), 684–688.

Reinhart, C. und K. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly,* Princeton University Press, Princeton.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Jahresgutachten 2011/12: Verantwortung für Europa wahrnehmen,* Bundestagsdrucksache, Berlin.

Sturzenegger, F. und J. Zettelmeyer (2007), *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises,* MIT Press, Cambridge, MA.

Tomz, M. und M. Wright (2010), »Sovereign Theft: Theory and Evidence about Sovereign Default and Expropriation«, in: W. Hogan und F. Sturzenegger (Hrsg.), *The Natural Resources Trap,* MIT Press, Cambridge, MA., 69–110.

Zettelmeyer, J., C. Trebesch und M. Gulati (2013), »The Greek Debt Restructuring: An Autopsy«, *Economic Policy* 28(75), 513–569.

[4] Diese Fragilität zeigt sich sehr deutlich in der Entwicklung der Risikoaufschläge einzelner Länder an den Finanzmärkten, die jederzeit wieder steigen können.

Christian Keuschnigg*

Klaus Weyerstraß**

Abbau der Staatsschulden für eine sichere Währungsunion

Seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die öffentlichen Schulden in fast allen Ländern des Euroraums stark gestiegen (vgl. Abb. 1). Im Jahr 2013 wiesen 13 der 18 Mitgliedsländer der Währungsunion Schuldenquoten von über 60% auf, während dies im Jahr 2007 nur bei acht Ländern der Fall war. In mehreren Staaten hat die Verschuldung mit weit über 100% immer noch ein gefährlich hohes Ausmaß.

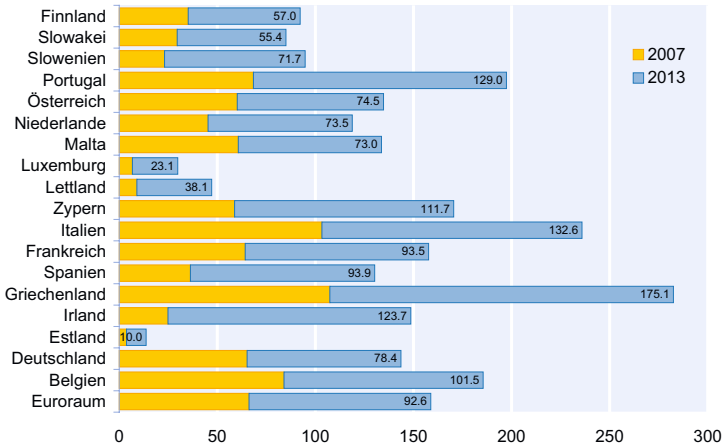
Die schwere Wirtschaftskrise nach 2008 hat die Krise der Eurozone ausgelöst, die aus drei, sich gegenseitig verstärkenden Ungleichgewichten resultierte, nämlich überbordende Staatsverschuldung, schwache Banken und instabile Finanzmärkte sowie divergierende Wettbewerbsfähigkeit mit Handelsungleichgewichten. Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit führte zu einem Wachstumseinbruch, hoher Arbeitslosigkeit und hohen öffentlichen Defiziten, während die gleichzeitige Budgetkonsolidierung die Anpassungsrezession verschärft hat. Die Wertverluste auf Staatsanleihen haben Investoren und Banken beschädigt, umgekehrt hat die Notwendigkeit zur Bankenrettung manche Staaten zu hoher Neuverschuldung gezwungen. Die Krise der Banken erschwerte die Kreditversorgung und blockierte das Wachstum, während umgekehrt die schwere Anpassungsrezession zu hohen Kreditausfällen führte und die Banken in Schwierigkeiten brachte. Die Staatsverschuldung kann nicht losgelöst von den anderen Problemen der Eurozone verstanden werden.

Das Wirken der automatischen Stabilisatoren im Zuge der Wirtschaftskrise, umfangreiche Stabilisierungsmaßnahmen und nicht zuletzt die notwendige Rekapitalisierung des Bankensektors haben zum Teil sehr hohe Budgetdefizite entstehen lassen. Inzwischen konnten alle Länder ihre Budgetsalden deutlich verbessern. Wiesen im Jahr 2009 noch 15 der 18 heutigen Mitgliedsländer des Euroraums Budgetdefizite von mehr als 3% in Relation zur Wirtschaftsleistung auf, waren es im Jahr 2013 noch sieben Länder (vgl. Abb. 2). Nur in Slowenien ist das Budgetdefizit zuletzt aufgrund neuerlicher Bankenhilfen stark gestiegen. Die nach wie vor überhöhten Haushaltsfehlbeträge wie z.B. in Griechenland und Zypern sind nicht zuletzt auf die anhaltende Anpassungsrezession zurückzuführen. Aussagekräftiger im Hinblick auf die Konsolidierungsfortschritte ist daher ein Blick auf die strukturellen Budgetsalden, die auch im finanzpolitischen Regelwerk der EU besondere Beachtung finden. Hier zeigt sich im Vergleich der Jahre 2009 und 2013 in allen Ländern eine markante Verbesserung, wobei mit Griechenland, Portugal und Spanien drei Länder, die internationale Finanzhilfen erhalten haben, besonders hervorstechen.

Man darf nicht vergessen, dass andere notwendige Anpassungen in der Eurozone die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen massiv erschwerten: Die Deflation zur Anpassung der relativen Preise hat in einigen Krisenländern den Realwert der Schulden gesteigert; der Einbruch des BIP hat die Tragfähigkeit der Staatsschuld gemindert und die Schuldenquote steigen lassen; und der Anstieg der Zinsen um die Risikoprämien hat die Budgets zusätzlich belastet. Auch wenn die meisten Länder große Fortschritte beim Abbau der Budgetdefizite erzielt haben, bleibt ein weiter Weg zur Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden und der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen. Einige Länder weisen noch immer recht große strukturelle Fehlbeträge auf, was weitere Konsolidierungsschritte notwendig macht. Zudem sind die Staatsschulden auf einem hohen Niveau, so dass die öffentlichen Budgets noch für viele Jahre mit hohen Zinszahlungen belastet werden. Das schränkt den

Abb. 1

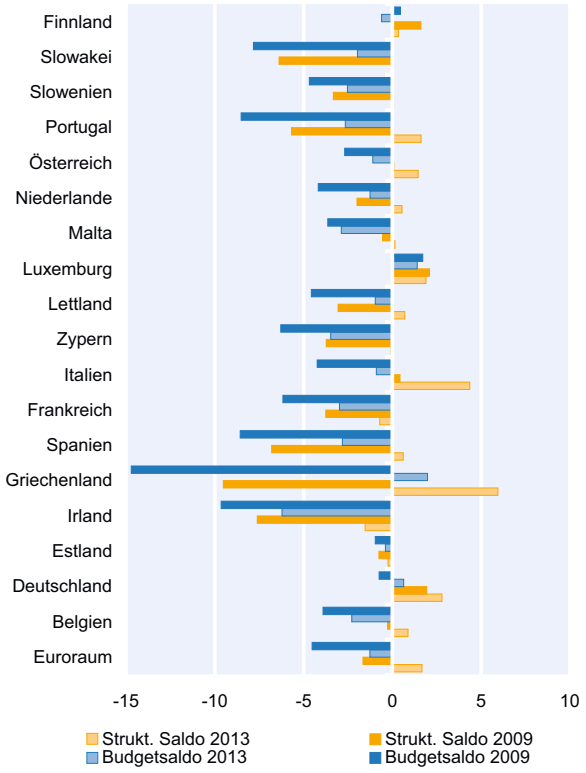
Staatsschuldenquoten Ende 2007 und Ende 2013 im Euroraum



Quelle: Eurostat; Darstellung der Autoren.

* Prof. Dr. Christian Keuschnigg, Universität St. Gallen und Institut für Höhere Studien (IHS), Wien.
** Dr. Klaus Weyerstraß, Institut für Höhere Studien (IHS), Wien.

Abb. 2
Budgetsalden in Relation zum BIP 2009 und 2013



Quelle: Eurostat; Darstellung der Autoren.

finanziellen Spielraum für notwendige Investitionen in Forschung und Bildung, aber auch für Transferzahlungen zur Abfederung der sozialen Kosten der zum Teil sehr hohen Arbeitslosigkeit ein. Gleichzeitig würden wachstumsstärkende Maßnahmen die Konsolidierung nachhaltiger machen.

Abbau der Staatsschuld im nationalen Interesse

Die Mitgliedstaaten der EU sollen mittelfristig ein strukturell ausgeglichenes Budget erreichen. Gemäß den Vorgaben des Europäischen Fiskalpakts wird darunter ein gesamtstaatliches strukturelles Budgetdefizit von maximal 0,5% in Relation zum BIP verstanden. Österreich definierte im nationalen Stabilitätspakt 2012 ein strukturelles Defizit von maximal 0,45% der Wirtschaftsleistung als mittelfristiges Haushaltsziel. Gemäß den EU-Vorgaben soll dieses Budgetziel im Jahr 2017 erreicht werden. Laut Regierungsprogramm möchte die Bundesregierung das mittelfristige Haushaltsziel bereits im Jahr 2016 erreichen. Österreich, wie auch Deutschland, ist ein föderaler Staat, in dem nicht nur der Bund, sondern auch die Länder über einen gewissen finanzpolitischen Gestaltungsspielraum verfügen. Deshalb ist es wichtig, die Bundesländer in eine Budgetkonsolidierungsstrategie einzubeziehen. Dies wurde in Österreich im Rahmen des nationalen Stabilitätspakts umgesetzt. Solange das mittelfristige Budgetziel nicht erreicht ist, soll gemäß den EU-rechtlichen Vorgaben das strukturelle Budgetdefizit jährlich um 0,5% des BIP verringert werden. Neben der Betrachtung des Defizits wird in den EU-Regeln auch verstärktes Augenmerk auf den Schuldenstand gelegt. Solange der Referenzwert von 60% in Relation zur Wirtschaftsleistung überschritten wird, soll die Schuldenquote jedes Jahr um 1/20 des über 60% hinausgehenden Betrags abgebaut werden. Wenn das strukturelle Defizit beseitigt ist, bleibt bei normaler Konjunkturlage das Niveau der Staatsverschuldung konstant, der Anteil am BIP sinkt jedoch im Zeitverlauf, weil das Bruttoinlandsprodukt mit dem Wirtschaftswachstum steigt. Für die Länder mit hoher Staatsverschuldung erfordert bereits die Stabilisierung der Schuldenquoten enorme Konsolidierungsanstrengungen. Nach Berechnungen der OECD (2011) etwa würde Griechenland einen jährlichen Primärüberschuss von 5% des potenziellen BIP benötigen, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Für die Eurozone insgesamt beträgt der erforderliche Primärüberschuss 1,7%.[1]

Die Konsolidierung der Staatsfinanzen und letztlich der Abbau der Staatsschuld sollte nicht nur deshalb vorangetrieben werden, um EU-rechtliche Vorgaben zu erfüllen. Vielmehr liegt die Sicherstellung nachhaltiger öffentlicher Finanzen im ureigensten Interesse der Staaten selbst (vgl. Keuschnigg 2014). Erstens sollen nicht Lasten auf zukünftige Generationen abgewälzt werden. Defizit finanzierte, konsumtive Staatsausgaben für heutige Generationen belasten die nachfolgenden Generationen, die mit zusätzlichen Steuern eine höhere Staatsschuld bedienen müssen. Zweitens schafft eine niedrige Staatsschuld den notwendigen Spielraum, um in der nächsten Rezession die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen und die Einkommensverluste abzufedern, ohne die Tragfähigkeit der Staatsschuld und Bonität des Staates testen zu müssen. Es ist eine zentrale Aufgabe des Staates, die verfügbaren Einkommen über den Konjunkturzyklus zu glätten und damit private Haushalte und Unternehmen vor größeren Wohlstandsrisiken zu schützen. Drittens sichert eine niedrige Staatsverschuldung eine unzweifelhafte Bonität, so dass die Zinsen auf die Staatsanleihen niedrig bleiben und der Staat zum Stabilitätsanker und nicht zum Risiko für die Wirtschaft wird. Mit niedrigem Zinsendienst bleibt von den Steuereinnahmen mehr für wichtige Staatsausgaben übrig.

Empirische Studien zeigen, dass fiskalische Konsolidierungen in Form von Ausgabenkürzungen wirksamer sind als Steuererhöhungen (vgl. z.B. Alesina und Ardagna 2010). Das sollte vorwiegend für Hochsteuerländer gelten, da die Kosten der Besteuerung und ihre wachstumshemmenden Wirkungen progressiv mit der Steuerbelastung ansteigen. Nur in Ausnahmefällen, wenn die Staatsschuld bzw. das Budgetdefizit sehr groß ist, sollten Ausgabenkürzungen durch Steuererhöhungen unterstützt werden. Es kommt aber entschei-

[1] Annahmen: reale BIP-Wachstumsrate ab 2016: 2,4% (Griechenland) bzw. 1,8% (Eurozone), Inflation: jeweils 2% pro Jahr.

dend darauf an, welche Ausgaben reduziert werden. Wachstumsfördernde Ausgaben sollten jedenfalls von Kürzungen ausgenommen werden. Baldacci, Gupta und Mulas-Granados (2010) zeigen empirisch, dass fiskalische Konsolidierungen, die mit insgesamt niedrigeren Staatsausgaben und gleichzeitig einer Umschichtung von konsumtiven zu investiven Ausgaben verbunden sind, die Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche, d.h. nachhaltige Budgetkonsolidierung erhöhen. Nachhaltig ist eine Konsolidierung dann, wenn sie gleichzeitig die Wachstumskräfte der Volkswirtschaft stärkt. Ein erstklassiges Rating für Staatsanleihen erfordert nicht nur eine niedrige Staatsschuld heute, sondern auch eine starke Wirtschaft und hohe Steuerkraft morgen, wenn die Anleihen fällig werden. Daher hängt das Rating auch von den staatlichen Investitionen heute ab, welche den Grundstein für eine starke Wirtschafts- und damit Steuerkraft in der Zukunft legen. Es ist wichtig, sämtliche Potenziale für Effizienzsteigerungen bei Ausgaben für Bildung, Forschung und Entwicklung, Gesundheit und Pensionen zu heben (vgl. OECD 2012; Carnot 2013). Es gilt eben, zu sparen und gleichzeitig zu investieren, um aus der Schuld heraus zu wachsen anstatt sich nur heraus zu sparen.

Hinsichtlich der Aufrechterhaltung der Ausgaben für Bildung geht es nicht nur um Wachstum. Bildungsausgaben und ihr effizienter Einsatz sind gleichzeitig die wichtigste Investition für einen sparsamen, aber leistungsfähigen Sozialstaat. Mangelnde Qualifikation und Ausbildung steigern das soziale Risiko, in Arbeitslosigkeit und Armut abzugleiten und mangels Beschäftigungschancen auf einen vorzeitigen Ruhestand angewiesen zu sein. Mangelnde Bildung zementiert Armut und Ungleichheit, statt den Kindern in benachteiligten Schichten den sozialen Aufstieg zu ermöglichen. Ein vorbeugender Sozialstaat setzt mit Bildungsinvestitionen an den Ursachen an, um soziale Risiken und Armut zu vermeiden, statt im Nachhinein die Langzeitfolgen der versäumten Ausbildung reparieren zu müssen.

Leider sprechen polit-ökonomische Gründe eher dafür, dass die Budgetkonsolidierung leichter über Steuererhöhungen oder eine Reduktion der Investitionen erfolgt, während Transfers und Staatskonsum oft nicht angetastet werden (vgl. Keuschnigg 2014). Politiker sind oft auf ihre Wiederwahlchancen fixiert und neigen daher zu eher kurzfristigem Handeln. Steuererhöhungen lösen das Budgetproblem scheinbar schnell, während die negativen Folgen für das Wachstum nur allmählich eintreten. Einsparungen bei den Sozialausgaben, auch wenn sie meist nur den Ausgabenanstieg mindern, sind sofort sichtbar und politisch äußerst kostspielig. Zudem sind sie wegen der gesetzlich geschützten Ansprüche häufig nur mit langer Vorlaufzeit möglich und führen dann erst nach Jahren zu einer spürbaren Budgetentlastung. So bleiben auf der Ausgabenseite nur Einschränkungen bei den investiven Ausgaben. Diese können sofort gekürzt werden, versprechen rasche Einsparungen, betreffen zumeist nur eine enge Klientel – etwa die Wenigen, die im Bereich der Grundlagenforschung beschäftigt sind – und ihre negativen Folgen werden erst nach Jahren erkennbar. Es bedarf offensichtlich entweder eines besonders hohen Leidensdrucks, wie im Fall Griechenlands, oder visionärer, tatsächlich am Gemeinwohl interessierter Politiker, um den Bürgern zunächst Opfer zuzumuten mit dem Versprechen auf wirtschaftliche Vorteile, die erst in fünf bis zehn Jahren wirklich spürbar werden.

Aus diesen Gründen ist es notwendig, die Politik stärker durch institutionelle Regeln wie nationale Schuldenbremsen und Fiskalpakt zu binden. Einige Länder innerhalb und außerhalb der EU haben bereits Schuldenbremsen eingeführt, um die Staatsverschuldung zu begrenzen und abzubauen. Dabei wäre die Bezeichnung Defizitbremse treffender, denn die Regelungen beziehen sich zumeist nicht auf den Schuldenstand, sondern auf das Budgetdefizit. In Deutschland sieht die im Jahr 2009 beschlossene Schuldenbremse vor, dass die strukturelle jährliche Nettokreditaufnahme des Bundes maximal 0,35% des Bruttoinlandsprodukts betragen darf. Für die Länder wird die Nettokreditaufnahme ganz verboten. Ausnahmen sind bei Naturkatastrophen oder schweren Rezessionen gestattet. Die Einhaltung der 0,35%-Grenze ist für den Bund ab dem Jahr 2016 vorgeschrieben, für die Bundesländer tritt das Verbot der Nettokreditaufnahme im Jahr 2020 in Kraft. In Österreich trat im Jahr 2011 eine – im Gegensatz zu Deutschland nicht in der Verfassung verankerte – Regelung in Kraft, wonach das gesamtstaatliche strukturelle Defizit ab 2017 grundsätzlich 0,45% nicht übersteigen soll. Ausnahmen sind bei Naturkatastrophen und »Notsituationen« möglich. Außerhalb der EU hat die Schweiz bereits im Jahr 2001 eine Schuldenbremse in Verfassungsrang eingeführt. Damit wird der Bund verpflichtet, Einnahmen und Ausgaben über den Konjunkturzyklus auszugleichen. Die Regel bezieht sich insbesondere auf die Ausgaben, weshalb eher von einer Ausgabenregel gesprochen werden kann.

Ob einnahmen- oder ausgabenseitig konsolidiert werden soll, ist ökonomisch nicht zuletzt eine Frage der Kosten der Staatsaufgaben, die sehr viel höher sind als die Steuereinnahmen im Budget. Eine zunehmende Steuerbelastung beeinträchtigt die Standortattraktivität, hemmt die Erwerbsbeteiligung, reduziert Ersparnisse und Investitionen, hemmt Bildungs- und Forschungsanreize und drängt in die Schattenwirtschaft ab. Diese Zusatzkosten nehmen progressiv mit den Steuersätzen zu. Damit werden die Steuerquellen immer weniger ergiebig und die Finanzierung der Staatsausgaben umso teurer, je höher die Belastung bereits ist. Internationale Erfahrungen zeigen, dass Einsparungen nachhaltiger den Haushalt entlasten als Steuererhöhungen, die neue Begehrlichkeiten wecken und über den zunehmenden Steuerwiderstand und die wachstumshemmenden Wirkungen das Aufkommen wieder schleichend aushöhlen. Einige Länder ha-

ben in der Vergangenheit erfolgreich ihre Budgets konsolidiert. Dabei hat sich gezeigt, dass bei Ausgabenkürzungen auf eine gerechte Verteilung der Einschnitte bedacht genommen werden sollte. Nettoverlierer wird es aber in jedem Fall geben. Eine möglichst breite Verteilung der Belastung aller gesellschaftlichen Gruppen fördert die Reformakzeptanz.

Abbau der Staatsschuld zur Stärkung der Eurozone

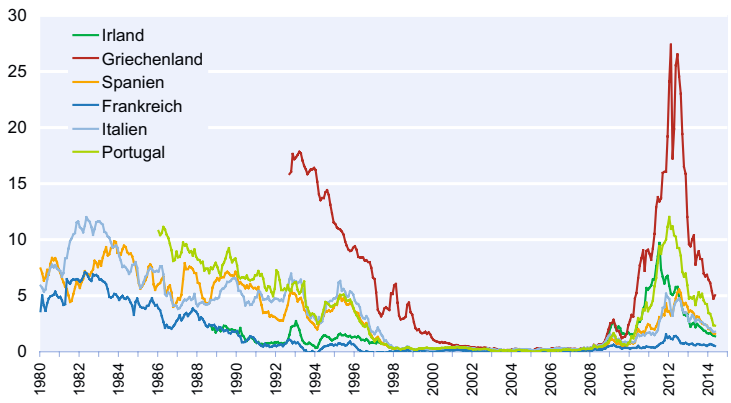
Auseinanderdriftende Wettbewerbsfähigkeit, instabile Banken und hohe Staatsverschuldung haben dazu geführt, dass die nationale Politik in einzelnen Staaten Schäden für andere Mitgliedsländer zeitigte. Die Stabilisierung der Krisenländer erforderte öffentliche Mittel und Garantien von anderen Ländern, z.B. in Form direkter Finanzhilfen und für die Errichtung des ESM. Die befürchtete Insolvenz einzelner Staaten hat die Kurse von Staatsanleihen abstürzen lassen und Vermögen bei Banken und Investoren in anderen Ländern vernichtet, und ebenso der Schuldenschnitt in Griechenland und die Beteiligung von Sparern durch eine nur teilweise Auszahlung von Guthaben über 100 000 Euro in Zypern. Die große Rezession in den Krisenländern hat auch Handel und Wachstum in anderen Ländern gebremst. Die Instabilität der Banken und die von Angst getriebenen Erwartungen des Kapitalmarkts über die Schuldentragfähigkeit haben die Krise verschärft und zu erheblichen Ansteckungsgefahren geführt.

Nationale Reformen und institutionelle Änderungen sollten den Teufelskreis in der Eurozone zu einem Tugendkreis wenden, damit die nationale Politik eines Landes positive Auswirkungen auf andere Mitgliedsländer entfaltet und der Euro das gemeinsame Wachstum stärkt. Dazu gehört der Abbau der Staatsschuld auf ein sicheres Niveau. Im Unterschied zu den USA oder Japan haben in der Eurozone mit schmerzhaften nationalen Reformen die Eindämmung und der Abbau der Staatsverschuldung bereits begonnen. Folgende Entwicklungen haben die Gefahr für ähnlich krisenhafte Entwicklungen stark gemindert und lassen in Zukunft mehr finanzpolitische Disziplin erwarten.

Erstens wurde mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) ein wirksames Instrument geschaffen, um Länder zu unterstützen, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten. ESM-Kredite werden nur Zug um Zug gegen die Erfüllung harter Auflagen hinsichtlich struktureller Reformen und Budgetdisziplin gegeben. Die Auflagen sollen die Schuldentragfähigkeit wiederherstellen und die Rückzahlung garantieren. Erscheint eine vollständige Rückzahlung selbst unter strengsten Auflagen als unwahrscheinlich, muss vor Kreditvergabe des ESM ein Schuldenschnitt zu Lasten privater Gläubiger erfolgen, bis die Tragfähigkeit der verbleibenden Schuld sicher ist. Die harten Auflagen des ESM haben eine abschreckende Wirkung und geben den Regierungen einen Anreiz, eine nachhaltige Finanzpolitik zu betreiben, um ESM-Finanzhilfen und die damit verbundene Beschneidung nationaler Souveränität von vornherein zu vermeiden.

Zweitens sollen die Errichtung der Bankenunion und die Implementierung von Basel III helfen, den Bankensektor krisenrobuster zu machen und den Teufelskreis zwischen Staatsverschuldung und Bankenkrisen zu durchbrechen. Mit dem Abwicklungsmechanismus, der gemeinsamen Aufsicht und dem Abwicklungsfonds zum Zwecke der Selbstversicherung des Bankensektors sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass die Steuerzahler wieder mit einer Bankenrettung belastet werden. Die Stärkung des Eigenkapitals im Rahmen von »Basel III« macht die Banken krisenrobuster. Nachdem sie die Verluste selber tragen müssen, werden sie in Zukunft in der Finanzierung der Staaten vorsichtiger sein. Die größere Kapitalmarktdisziplin zeigt sich nun an den Risikoprämien für Staatsanleihen, deren Bonität nicht einwandfrei ist. Die Ankündigung der EZB, falls nötig, jedes Volumen an Staatsanleihen aufzukaufen, das erforderlich ist, um die Renditen auf einem angemessen Niveau zu halten, verhindert spekulative, von Angst getriebene Attacken gegen bedrängte Länder und beugt vermeidbaren Insolvenzen vor, indem sie die Risikoprämien von Staatsanleihen auf ein ökonomisch gerechtfertigtes Niveau begrenzt. Abbildung 3 zeigt, wie die Wiederherstellung des Vertrauens auf dem Kapitalmarkt die überhöhten Zinsen reduziert hat. Die verbleibenden Risikoprämien zeigen eine stärkere Kapitalmarktdisziplin gegen überschuldete Länder an, die es vor der Krise nicht gegeben hat. Kritisch ist zu sehen, dass die Banken gemäß Basel III auch riskante Staatsanleihen weiterhin mit einem Risiko von null bewerten dürfen und somit nicht mit Eigenkapital unterlegen müssen. Banken bevorzugen daher ris-

Abb. 3
Risikoprämien auf zehnjährige Staatsanleihen
(Zinsdifferenz zu Deutschland in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat; darstellung der Autoren..

kante Staatsanleihen mit attraktiven Zinsen, anstatt mehr Kredite zu vergeben. Dies behindert nicht nur die Kreditvergabe an den Privatsektor und hemmt das Wachstum in den Krisenländern, sondern beeinträchtigt auch die Kapitalmarktdisziplin gegenüber überschuldeten Staaten.

Schließlich wurde in der Eurozone die fiskalpolitische und wirtschaftspolitische Überwachung und Kontrolle gestärkt, um ähnlich krisenhafte Entwicklungen in Zukunft zu vermeiden. Der Fiskalpakt verpflichtet zu einem strukturell ausgeglichenen Budget. Die Einhaltung soll mit Hilfe von Schuldenbremsen und verschärften Sanktionen bei Nichtbefolgung sichergestellt werden. Mit Hilfe des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte wurde das gesamtwirtschaftliche Monitoring verbessert, um neuerlichen Krisen mit Wachstumseinbrüchen frühzeitig vorzubeugen, welche die Tragfähigkeit der Staatsschulden beeinträchtigen könnten.

Fazit

In den meisten Ländern des Euroraums ist eine Verringerung der hohen öffentlichen Verschuldung unumgänglich. Die institutionelle Entwicklung der Eurozone (ESM, Bankenunion), die Entflechtung von Banken und Staaten verbunden mit einer größeren Robustheit des Bankensektors, die verstärkte Kapitalmarktdisziplin und die strengere Überwachung der Mitgliedsländer durch die EU sollten die Eurozone besser denn je zuvor aufstellen. Es wird aber noch viele Jahre finanzpolitischer Disziplin brauchen, bis der Schuldenstand tatsächlich auf ein sicher tragbares Niveau gesunken ist. Dabei ist es notwendig, die Konsolidierung nachhaltig und wachstumsfreundlich zu gestalten, um aus der Krise schneller heraus zu wachsen anstatt sich heraus zu sparen. Das bestehende EU-Regelwerk ermöglicht die Berücksichtigung von investiven Ausgaben bei der Beurteilung der nationalen Finanzpolitik. Eine wiederholt geforderte, »flexiblere« Auslegung der Budget- und Schuldenregeln ist nicht notwendig und wäre eher kontraproduktiv, weil sie den Reformdruck verringern und das Vertrauen der internationalen Anleger in die Nachhaltigkeit der Finanzpolitik unterminieren würde. Eine konsequente Fortführung des Reformprogramms schafft die Chance, dass die reformierte Eurozone wieder eine Quelle gemeinsamen Wachstums wird und die wirtschaftliche Entwicklung in einem Land nicht Schäden verursacht, sondern Vorteile für andere Mitgliedsländer bringt.

Literatur

Alesina, A. und S. Ardagna (2010), »Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending«, *Tax Policy and the Economy* 24, 35–68.

Baldacci, E., S. Gupta und C. Mulas-Granados (2010), »Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix«, IMF Working Paper WP/10/232.

Carnot, N. (2013), »The composition of fiscal adjustments: some principles«, European Commission, *ECFIN Economic Brief,* Issue 23.

Keuschnigg, Chr. (2014), »Abbau der Staatsschuld: ein Programm für die Zukunft«, *IHS-Standpunkt* 23/2014.

OECD (2011), *OECD Economic Outlook* No. 89, Paris.

OECD (2012), »Fiscal Consolidation: How much, how fast, and by what means?«, OECD Economic Policy Papers N°1.

Markus Brunnermeier*

Überschuldung des Staates: Eine Gefahr für die Geldpolitik?

In den vergangenen Jahren ist die Staatsschuldenlast in vielen Peripheriestaaten der Eurozone rapide angestiegen. Kapitalströme aus dem Kern Europas finanzierten in Irland und Spanien Immobilienblasen und ließen die Privatverschuldung anschwellen. Als dann mit Beginn der weltweiten Finanzkrise diese Kapitalströme versiegten, platzten auch die Immobilienblasen, und die damit einhergehende Krise führte zu einer Verlagerung der Schulden zulasten der Staatshaushalte. Zeitgleich waren auch in Griechenland und Portugal Privat- und Staatsverschuldung gefährlich angewachsen. Die Grundlage für den Beginn der Eurokrise war damit gelegt.

Seit 2010 haben etliche Beobachter vor den negativen Folgen solch drastischer Staatsverschuldung gewarnt. Mit dem berühmten Reinhart-Rogoff-Artikel erreichte die Debatte über das Für und Wider von Austerität auf der einen und großangelegten Ausgabenpaketen auf der anderen Seite ihren vorläufigen Höhepunkt. Weniger Aufmerksamkeit dagegen haben in den letzten Jahren die *geldpolitischen* Auswirkungen exzessiver Staatsverschuldung erhalten. In der Tat wurden Fiskal- und Preisstabilität lange Zeit als zwei vollkommen unabhängige Konzepte angesehen. Jedoch zeigen die Fiskaltheorie des Preisniveaus und die I-Theorie des Geldes auf, dass es sehr enge Verknüpfungen zwischen Geldpolitik und Staatsverschuldung gibt.

Staatsverschuldung und Preisstabilität

Die Fiskaltheorie des Preisniveaus geht unter anderem auf die Arbeiten von Leeper, Sims und Woodford zu Beginn der 1990er Jahre zurück. Die Grundidee ist eigentlich eine einfache: Jede Regierung muss irgendwann den Nominalwert ihrer Schulden zurückzahlen. Oder anders gesagt: Der nominale Wert der ausstehenden Schulden muss gleich dem Gegenwartswert aller zukünftigen Budgetüberschüsse sein. Wenn die Schulden die zukünftigen Einnahmen übersteigen, dann muss die Regierung ihre Überschüsse anheben – und wenn sie nicht willens oder nicht im Stande ist, das zu tun, dann ist Inflation der einzige Ausweg. In diesem Sinne kann eine Zentralbank noch so sehr an Preisstabilität interessiert sein – wenn es keinen fiskalpolitischen Willen zur Korrektur gibt, dann bedeutet hohe Staatsverschuldung unweigerlich Inflation. Dieses Phänomen ist mittlerweile bekannt unter dem Begriff der »Fiskaldominanz«. Intuitiv kann man sich diese Idee der Fiskaldominanz wie folgt vorstellen: Nehmen wir an, dass die Zentralbank zur Stabilisierung des Preisniveaus den Leitzinssatz anheben müsste. Natürlich würden mit einer solchen Erhöhung auch die Zinsen auf Staatsanleihen steigen. Je höher die Staatsverschuldung, desto heftiger trifft ein solcher Zinsanstieg das betreffende Land. Zentralbanken wären deshalb sehr wahrscheinlich enormem Druck ausgesetzt, Zinsen niedrig zu halten – kurzum, ihre Unabhängigkeit ist angegriffen.

Natürlich hat die Fiskaltheorie des Preisniveaus auch ihre Kritiker. Insbesondere wird häufig auf die Erfahrung Japans verwiesen. Hier ist die Staatsverschuldung in den letzten Jahrzehnten deutlich gestiegen, während gleichzeitig das Preisniveau mehr oder weniger stagnierte (oder sogar fiel). Ein Blick in die Vergangenheit zeigt uns jedoch auch, dass hohe oder Hyperinflation (fast) immer mit exzessiver Staatsverschuldung einhergeht. Vor diesem Hintergrund scheint es unzweifelhaft, dass zumindest ab einem gewissen Grad Staatsverschulung die Handlungsfreiheit von Zentralbanken einschränkt. Doch nicht nur das: Ein hoher Verschuldungsgrad untergräbt auch die *Effektivität* von Zentralbankinterventionen. Die I-Theorie des Geldes, die ich zusammen mit Yuliy Sannikov entwickelt habe, hilft uns, diesen Mechanismus zu verstehen.

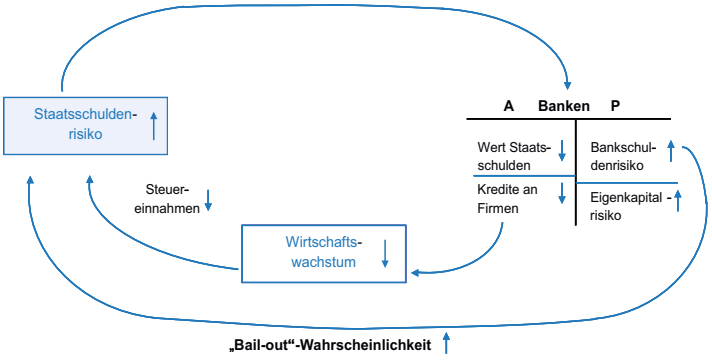
Staatsverschuldung und Finanzstabilität

Das »I« in der I-Theorie des Geldes steht für »Intermediär«; kurz gesagt, in der I-Theorie nehmen Finanzmarktintermediäre eine ganz besondere Stellung ein. In Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs schrumpfen Banken bewusst ihre Bilanz – sie vergeben weniger Kredite, verkaufen Anleihen und andere Aktiva und nehmen weniger Einlagen an. Dieses Verhalten der Banken setzt mehrere schädliche Preisspiralen in Gang, und mit diesen fällt die allgemeine Wirtschaftsaktivität immer weiter. Die Zentralbank kann hier eingreifen: Sie reduziert die kurzfristigen Zinsen und mit diesen den relativen Preis von kurzfristigen Verbindlichkeiten (insbesondere Geld) und langfristigen Schuldverschreibungen. Das Ergebnis ist eine Umverteilung von Sparern zu Schuldnern, insbesondere zum Finanzsystem. Banken können deshalb damit aufhören, ihre Bilanzmenge immer weiter schrumpfen zu lassen, und die Realwirtschaft erholt sich.

* Prof. Dr. Markus Brunnermeier lehrt am Department of Economics an der Princeton University, New Jersey.

Abb. 1

Schuldenrisiko: Teufelskreis zwischen Staaten und Banken



Quelle: Darstellung des Autors.

Mit einer Ausfallmöglichkeit der Staatsschulden wird dieser Mechanismus gestört. Ein Ansteigen der Ausfallwahrscheinlichkeit, hervorgebracht durch exzessive Staatsverschuldung ohne glaubhafte Aussicht auf zukünftige Überschüsse, reduziert den Wert der Staatsanleihen und schwächt die Kapitalisierung der Banken. Diese wiederum fahren ihre Kreditvergabe zurück, und der wohlbekannte Teufelskreis zwischen Staaten und Banken – illustriert in Abbildung 1 – beginnt.

Hohe Staatsverschuldung mindert jedoch nicht nur die *Effektivität* der Geldpolitik – sie schafft auch noch einen besonders großen *Bedarf* nach geldpolitischem Eingreifen. Wenn Banken angemessen kapitalisiert sind, dann sind die oben beschriebenen Preisspiralen und Teufelskreise vergleichsweise schwach. Bei exzessiver Staatsverschuldung kann der Staat jedoch die Banken nach einem negativen Schock nicht rekapitalisieren (ihm fehlt ja selber der fiskalische Spielraum), und deswegen wäre eine effektive geldmarktpolitische Intervention umso dringender erforderlich. Hohe Staatsverschuldung macht angemessene Geldpolitik also gleich im doppelten Sinne schwierig.

Die Erfahrungen der letzten Jahre in der Eurozone stützen diese Sicht der Dinge. Von besonderem Interesse ist hierbei Jeroen Dijsselbloems berühmtes »Blaupausen«-Interview aus dem Frühjahr 2013. In diesem bezeichnete er die Bail-in-Lösung für zypriotische Banken als Blaupause für den zukünftigen Umgang mit Bankkrisen in der Eurozone. In den Stunden nach seiner Ankündigung knickten die Aktienbewertungen europäischer Banken drastisch ein, während sich Zinssätze auf europäische Staatsanleihen stabilisierten – der Teufelskreis zwischen Banken und Staaten war, zumindest für den Moment, gebrochen.

Eine Sichere Anleihe – aber ohne Gesamthaftung

Die Fiskaltheorie des Preisniveaus und die I-Theorie des Geldes zeigen uns eines ganz klar: Exzessive Staatsverschuldung ist nicht nur rein fiskalpolitisch gesehen eine Gefahr, sondern sie schränkt auch die Handlungsfreiheit von Zentralbanken und die Effektivität ihrer geldpolitischen Instrumente ein. Diese Einsicht wiederum legt den Schluss nahe, dass Geldpolitik eine sichere Anleihe braucht.

Angewandt auf die Eurozone heißt das insbesondere, dass wir eine sichere *europäische* Anleihe brauchen. Klassische Eurobonds, die gemeinsame Haftung mit sich bringen und deswegen Anreize für verantwortungsbewusste Verschuldung verwässern, sind jedoch nicht die richtige Antwort. European Safe Bonds (ESBies) bieten einen alternativen Lösungsansatz, da sie keine Gesamthaftung voraussetzen. Die Grundidee der ESBies ist folgende: Eine neu gegründete europäische Schuldenagentur kauft langfristig Staatsanleihen im Wert von 60% des Eurozonen-BIP auf, verteilt auf die einzelnen Mitgliedstaaten jeweils entsprechend ihrer Größe. Schulden über der 60%-Grenze werden frei gehandelt, und somit wird exzessiver Verschuldung weiterhin vorgebeugt. Die Schuldenagentur wiederum finanziert den Ankauf der Anleihen über Ausgabe von zwei neuen Anleihen – den sicheren und niedrigverzinsten ESBies, und einer zweiten, riskanteren Anleihe. Die EZB könnte dann die ESBies als Grundlage ihrer Offenmarktgeschäfte nehmen. Mit einer solchen sicheren Anleihe im Hintergrund kann die europäische Geldpolitik dann wieder so funktionieren, wie sie sollte.

Wolfgang Quaisser*

Der Euro und die (gemeinsamen) Schulden[1]

Einführung: »... und vergib uns unsere Schuld(en) ...«

Diese leicht abgewandelte Passage aus dem Vater Unser mag als Trost für und Hilferuf von Menschen dienen, die individuell und/oder als Kollektiv (Staat) in die Schuldenfalle geraten sind. Erhofft wird ein rascher und nachhaltiger Ausweg aus einer verzweifelten Lage, das heißt ein Schuldenerlass. Man erbittet ihn oder stellt einfach die Zahlungen ein. Das geschah häufiger, als man heutzutage glauben mag. Finanzkrisen und Staatspleiten und die damit verbundene Geldvernichtung sind gängige Erscheinungen in der Wirtschaftsgeschichte (vgl. Reinhardt und Rogoff 2011). Schon im antiken Mesopotamien griff man regelmäßig zum Schuldenerlass (vgl. Stelter und Rhodes 2011). Das Alte Testament forderte ihn im 5. Buch Moses alle sieben Jahre. Nach gewonnenen und verlorenen Kriegen war es die übliche Praxis der Regenten, Kredite nicht zurückzuzahlen. Man konnte oder wollte es einfach nicht (vgl. Graeber 2011). Überschuldung war immer wieder in der Geschichte der Ausgangspunkt von Revolten und Revolutionen, so auch der französischen von 1789. Es fällt auf, dass in der letzten Zeit vermehrt Schuldenschnitte und Vermögensabgaben gefordert werden. Ist die Zeit hierfür wieder reif? Trägt der Euro die Verantwortung für die wachsende Verschuldung in Europa? Werden diese Altlasten Zwietracht zwischen den Völkern Europas säen, oder wird ein erfolgreiches Schuldenmanagement wesentlicher Bestandteil zur Bildung der *Vereinigten Staaten von Europa* sein?

* Dr. Wolfgang Quaisser ist Dozent für Wirtschafts- und Sozialpolitik an der Akademie für Politische Bildung Tutzing.

[1] Auch erschienen als Akademie-Kurzanalyse 1/2014, Akademie für politische Bildung Tutzing.

Die Fehlbeträge steigen vor allem in den Industrienationen ...

Staatsschuldenkrisen werden nach dem 2. Weltkrieg meist mit Schwellenländern in Verbindung gebracht. Die 20 wichtigsten Schwellenländer haben jedoch im letzten Jahrzehnt ihre Schulden in Relation zum Sozialprodukt vor allem dank eines hohen Wirtschaftswachstums abgebaut (vgl. Abb. 1). Es sind nunmehr vorrangig die europäischen Industrienationen, aber auch die USA und Japan, die in den letzten Jahrzehnten staatliche Leistungen vermehrt auf Pump finanziert haben. So stiegen seit den 1970er Jahren die Verbindlichkeiten absolut sowie in Relation zur Wirtschaftsleistung markant. Konjunkturprogramme und Bankenrettungen lassen die Kreditforderungen in den Industrieländern vor allem nach der Finanzkrise 2008 in schwindelerregende Höhen klettern. Die staatlichen Schuldenquoten (brutto) stiegen von 2007 bis 2013 in der Eurozone von 67% auf 95% und in den USA von 64% auf 105% des BIP, das heißt, alle Bürger und Unternehmen müssten ein Jahr umsonst arbeiten, um die Kredite abzutragen. Für Industrieländer ist dies der größte Anstieg in Friedenszeiten.

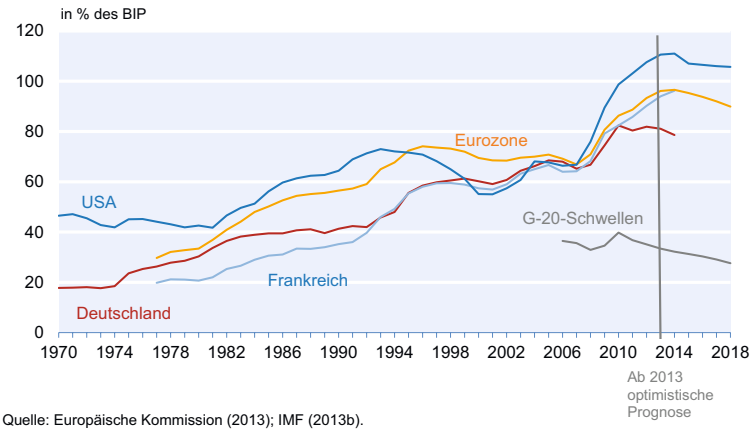
... und die Schuldentragfähigkeit ist gefährdet

Viele stellen sich die Frage: Können die astronomischen Schulden der Staaten, der Unternehmen und der privaten Haushalte von 100 Billionen US-Dollar (März 2014: circa 73% des weltweiten BIP)[2] überhaupt noch bezahlt werden, oder droht früher oder später ein globaler Schuldenschnitt, ein Währungsverfall, eine globale Depression oder eine bisher unbekannte Kombination von allem? Dabei ist zunächst zu konstatieren, dass selbst in der jüngeren Wirt-

[2] Staatsschulden weltweit: 43 Billionen US-Dollar, circa 31 Billionen Euro und circa 59% des weltweiten BIP; Gesamtschulden Staat, Unternehmen, Haushalte und Banken: 100 Billionen US-Dollar, das heißt circa 73% des weltweiten BIP (vgl. BIZ 2014, S. 10 f.).

Abb. 1

Staatsverschuldung (brutto) von 1970 bis 2013, von 2014 bis 2018: Projektion des IMF



Quelle: Europäische Kommission (2013); IMF (2013b).

schaftsgeschichte steigende Staatsverschuldung kein ehernes Gesetz ist, denn es gab immer wieder Perioden des Schuldenabbaus. So haben in den 1990er Jahren die USA unter Bill Clinton, die EU-Länder vor der Euroeinführung und die nordeuropäischen Staaten nach deren eigener Finanzkrise (Schweden 1990–1992) ihre Verbindlichkeiten in Relation zur Wirtschaftsleistung zurückgeführt. Zudem soll man sich nicht täuschen: Die Staatsschulden werden nie wie bei einem privaten »Häuslebauer«, der seinen Lebensabend im schuldenfreien Heim verbringen möchte, komplett zurückgezahlt. Im Kern geht es vielmehr um eine Schuldentragfähigkeit[3], die rein technisch mit einem ausgeglichenen Haushalt zu erreichen wäre, und es geht um die Bereitschaft der Kapitalmärkte, weiter Geld zu geben, das heißt die Kredite zu revolvieren.

Steigende staatliche Defizite sind das Ergebnis politischer Prozesse, ...

Der gegenwärtige Verschuldungszeitgeist beruft sich nicht mehr auf die klassischen Argumente, mit denen die staatliche Kreditaufnahme begründet wurde. Schulden werden überwiegend nicht mehr aufgenommen, um eine intertemporale Lastenverteilung (auch zwischen den Generationen) zu erreichen oder Naturkatastrophen zu bewältigen, es sei denn, man interpretiert die Finanzkrise als eine solche. Ein weiteres, allerdings umstrittenes Argument sind höhere Defizite zur Konjunkturglättung. Lässt man den alten Streit um die Wirksamkeit der *Ricardianischen Äquivalenz*[4] beiseite, so müsste der temporären Schuldenaufnahme zur Konjunkturankurbelung nach der Logik der keynesianischen Politik ein Defizitabbau im Wirtschaftsaufschwung folgen. Dies ist aber nicht der Fall. Im Gegenteil: Vielfach werden mit dem Verweis auf die günstige Konjunktur zusätzlich Ausgaben eingefordert. Die eher konsumtiven Leistungsansprüche der Bürger werden dann nicht über politisch unbequeme und der Machterhaltung abträgliche Steuererhöhungen, sondern über eine höhere Kreditaufnahme bedient. Höhere Verschuldung ist demnach das Ergebnis politischer Prozesse (vgl. Anselmann 2012, S. 47 ff.). In der gegenwärtigen Krise wird sie zusätzlich als *Ultima Ratio* angesehen, um die gesamte Weltwirtschaft nicht in die Depression abgleiten zu lassen. Vor diesem Hintergrund wird auch die implizite Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung durch die Notenbank stillschweigend akzeptiert.

[3] Technische Definition der Schuldentragfähigkeit:
Primärüberschuss ≥ (Zinssatz – Wachstumsrate) x Schuldenstand.

[4] Die *Ricardianischen Äquivalenz* besagt, dass die Bürger das Defizit von heute als die Steuern von morgen antizipieren (und dies klaglos akzeptieren). Dann würden die Schulden durch höhere Ersparnisse kompensiert, und deren positive konjunkturelle Wirkungen würden verpuffen. Dieses Theorem wird allerdings bezweifelt, da die Wähler einen begrenzten Zeithorizont haben, die Budgetrestriktionen des Staates nicht erkennen und hoffen, höhere Steuern künftig individuell umgehen zu können.

... aber auch Folge der Globalisierung und verfehlter Wachstumsmodelle

In den letzten zwei Dekaden bewirkte die Globalisierung eine unvergleichliche Dynamisierung des Handels und der Kapitalströme, die jedoch mit wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichten einherging. Sie begünstigten die steigende Verschuldung in den Industrieländern. Die in Schwellenländern (vor allem in China) erwirtschafteten Devisenerlöse finanzierten insbesondere in den angelsächsischen Industrieländern ein konsumorientiertes, letztlich kreditfinanziertes Wachstumsmodell. Auf den zunehmenden Wettbewerbsdruck reagierte man dort – im Gegensatz zu Deutschland – nicht mit Strukturanpassungen, sondern mit Nachfrage stimulierenden Maßnahmen über die Fiskal- und Geldpolitik. Der Liquiditätszufluss ermöglichte diesen Ländern ein *Deficit Spending* ungeahnten Ausmaßes und im Privatsektor die Finanzierung eines Immobilienbooms. Aber auch die Kapitalmärkte haben insofern versagt, als sie die Risiken nicht richtig bewerteten. Dies gilt auch für den Euroraum, denn Geld wurde für den Süden zu billig, was die Kreditverschwendung förderte. Der zunächst zu beobachtende Konvergenzprozess zwischen dem europäischen Süden und Norden erwies sich in der Krise als nicht nachhaltig (vgl. Brunnermeier, Reis und Braunberger 2014).

Der Euro begünstigte die europäische Staatsschuldenkrise

Hat die Einführung der gemeinsamen europäischen Währung etwas mit der steigenden Staatsverschuldung in Europa zu tun? Vor Ausbruch der Krise hätte man diese Frage klar verneint. Zunächst wirkte die Perspektive zur Teilnahme am Währungsverbund sogar disziplinierend, denn man musste die monetären Konvergenzkriterien in der Fiskalpolitik von maximal 3% des Haushaltsdefizits sowie 60% des Schuldenstandes zum BIP erfüllen. Einige Länder konnten nur teilnehmen, weil Brüssel beide Augen zudrückte. Kein guter Start für eine gemeinsame Währung, die auf vertraglichen Regeln basieren sollte. Wie auch bei vielen späteren, nie geahndeten Regelverletzungen konnte sich das Primat der Politik durchsetzen. Einmal eingeführt, wirkten die Regeln kaum mehr disziplinierend, und die Zinskonvergenz im Euroraum bot den EU-Südstaaten enormen Anreiz, eine kreditfinanzierte Staats- und Privatfinanzierung voranzutreiben. Zunächst blieben die Auswirkungen auf die maßgeblichen Schuldenindikatoren gering, denn die Volkswirtschaften expandierten, angetrieben durch das billige Geld. Es begünstigte aber auch eine maßlose öffentliche und private Verschuldung, die Staats- und Konsumausgaben sowie Investitionen im Immobiliensektor aufblähten. Auf diese Weise hat der gemeinsame Währungsraum zumindest die europäische Schuldenkrise begünstigt. Viele der im Immobiliensektor aufgetürmten Schulden blieben nach dem Platzen der Blasen im Banken-

sektor hängen, oder sie wanderten in den öffentlichen Sektor. Diese Schuldenmigration verhinderte zwar Insolvenzen im Immobilien- und Bankensektor, entschärfte jedoch nicht die Zeitbombe der Verschuldung.

Tab. 1
Haftungssummen der Euro-Rettung (in Mrd. Euro, Stand April 2014)

				Deutsche Haftung	
	Ausgezahlt	Zugesagt	Potenzial	Ausgezahlt	Potenzial
ESM und IWF	369	435	1067	86	312
Staatsanleihen EZB	105	105	offen	43	offen
Target 2	564	564	offen	232	offen

Quelle: Der Haftungspegel – die Rettungsmaßnahmen für die Euroländer und die deutsche Haftungssumme, CESifo-Gruppe München, Website, aufgerufen am 12. April 2014.

Die Euro-Rettungspolitik und ihre Risiken

Mit der Euro-Rettungspolitik haben insbesondere die wirtschafts- und finanzstarken Staaten der Währungsunion (wie z.B. Deutschland), erhebliche Haftungsrisiken übernommen, die bei einem Scheitern zu fiskalischen Belastungen führen und den Schuldenstand erhöhen würden. Dies gilt zunächst für den Haftungsrahmen des ESM (zuvor EFSF)[5] bzw. für andere direkte Hilfsgelder (u. a. IWF-Kredite). Deutschland haftet in dieser Kategorie im Frühjahr 2014 mit 106 Mrd. Euro für bereits vergebene Kredite. Potenziell erstreckt sich der Haftungsrahmen auf 320 Mrd. Euro, doch ist er zunächst vertraglich auf 190 Mrd. Euro begrenzt worden (vgl. Tab. 1). Bei vollständigem Verlust dieser Gelder – was höchst unwahrscheinlich wäre – würde der Bundeshaushalt unmittelbar fiskalisch belastet. Im Moment erwirtschaftet der ESM indes Zinseinnahmen aus den vergebenen Krediten (vgl. *Focus Money Online* 2013). Komplizierter ist es mit den fiskalischen Risiken der durch die EZB gekauften Staatsanleihen (Bestand aus den Krisenländern im Frühjahr 2014: insgesamt 105 Mrd. Euro, deutscher Haftungsanteil 43 Mrd. Euro)[6] und mit den Forderungen der Deutschen Bundesbank aus den Target-2-Salden.[7] Die zuvor nur Währungsexperten bekannten Salden der Zahlungsbilanzstatistik gerieten erst nach der Finanz- und Eurokrise in den Fokus des öffentlichen Interesses. Hintergrund ist, dass nach Ausbruch der Eurokrise einige Staaten ihre noch immer hohen Leistungsbilanzdefizite und andere Finanztransaktionen nicht mehr über den privaten Kapitalmarkt, sondern nur noch mittels Zentralbankkrediten des Eurosystems finanzieren konnten (vgl. Sinn 2012, S. 163–200).

Ohne diese Möglichkeit wäre die Währungsunion kollabiert. Die Target-2-Verbindlichkeiten der Krisenländer sind gleichbedeutend mit einem Kapitalzufluss und stellen Verbindlichkeiten gegenüber der EZB dar. Sie erreichten zwischenzeitlich über eine Billion Euro (Juni 2012), wovon fast 700 Mrd. Euro auf die Krisenländer entfielen. Dem Defizit stand ein entsprechender Überschuss (das heißt ein Kapitalabfluss und Forderung an die EZB) der Exportländer (u.a. Deutschland: ein Plus von 727 Mrd. Euro im Juli 2012) gegenüber. Können die Target-2-Forderungen für die Exportländer verlorengehen und sich damit ihre Staatsschulden erhöhen?

Neue Schulden und Risiken für Deutschland?

Dies wäre nur bei Auflösung des Eurosystems möglich, denn dann hätte die Bundesbank Forderungen gegenüber einem nicht mehr existierenden System. Das Eigenkapital der Bundesbank würde sich entsprechend vermindern bzw. bei hohem Verlust müsste sie ein negatives Eigenkapital in ihrer Bilanz verbuchen. Wollte man das Eigenkapital der Bundesbank sofort erhöhen, wäre der Bundeshaushalt entsprechend belastet. Man würde sich allerdings eher dafür entscheiden, eine negative Position in der Bilanz zu belassen und diese durch geringere (oder keine) Überweisungen von den Zentralbankgewinnen (sog. Seigniorage[8]) langsam abzutragen.[9] Dadurch entstünden Mindereinnahmen für den Bundeshaushalt. Die Belastungen wären natürlich geringer,

[5] Der Eurorettungsschirm: ESM = European Stability Mechanism, Vorgänger: EFSF = European Financial Stability Facility.

[6] Angaben des »Haftungspegels« des ifo Instituts München, abzurufen von der Website des Instituts (www.ifo.de/de/w/3yvNcFyNC – letzter Zugriff: 12. Mai 2014). Insgesamt dürfte die Summe der gekauften Staatsanleihen höher sein, weil hier nicht die gekauften Papiere aus anderen Euroländern (u.a. Italien) enthalten sind. Im konsolidierten Ausweis des Eurosystems zum 28. März 2014 (vgl. hierzu *Monatsbericht* der EZB, April 2014, Statistischer Teil, S. 6) weist das Eurosystem unter der Position »Wertpapiere für geldpolitische Zwecke« 228 Mrd. aus, worunter Bankschuldverschreibungen und Staatsanleihen fallen. Die Guthaben, die Banken im Gegenzug zum Ankauf von Staatsanleihen zufließen, werden als Termineinlagen gebunden. Die Position Termineinlagen umfasst 175,5 Mrd. Euro, was darauf schließen lässt, dass die Staatsanleihen im Bestand des Eurosystems etwa 175,5 Mrd. Euro betragen.

[7] Die Deutsche Bundesbank erklärt das Target-System (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) wie folgt: »TARGET 2 ist ein Zahlungsverkehrssystem, über das nationale und grenzüberschreitende Zahlungen in Zentralbankgeld schnell und endgültig abgewickelt werden. […] Fließen beispielsweise einer über die Bundesbank an TARGET 2 teilnehmenden Bank Gelder aus dem Ausland zu, führt dies bei der Bundesbank zu Verbindlichkeiten gegenüber dieser Bank (etwa durch Gutschrift des Betrages auf deren Girokonto). Im Gegenzug entsteht eine Forderung der Bundesbank in gleicher Höhe gegenüber der sendenden nationalen Zentralbank. Diese wiederum belastet das Konto der sendenden Geschäftsbank. Dies erfordert ein ausreichendes Guthaben an Zentralbankgeld der sendenden Bank. Zentralbankguthaben werden primär durch die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bereitgestellt.« Abzurufen von der Website der Bundesbank (www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/target2_saldo.html – letzter Zugriff: 12. Mai 2014).

[8] Diese Einkünfte sind darauf zurückzuführen, dass die Zentralbank verzinste »Assets« in Form von Krediten und/oder ausländischen Wertpapieren hält, das von den Privaten gehaltene Zentralbankgeld aber keine Erträge abwirft.

[9] Vgl. Görgens, Ruckriegel und Seitz (2014, S. 106–108); dort findet sich auch auf den Seiten 238–243 eine ausführliche Erklärung des Target-2-Systems.

wenn nur wenige Defizitländer aus dem Eurosystem ausschieden und diese ihre Verbindlichkeiten gegenüber der EZB nicht begleichen könnten (was wahrscheinlich wäre). Der so entstandene Verlust müsste dann anteilig (im Moment Deutschland 27%[10]) von den übrigen Euroländern getragen werden. Rein technisch gesehen könnte man dann den gleichen Mechanismus wie bei einer völligen Auflösung wählen. Ähnlich würde man mit den von der EZB gekauften Staatsanleihen verfahren. Es wäre also nicht so, dass sich bei Verlust der Target-2-Forderungen oder der gekauften Staatsanleihen mit einem Schlag die Bundesschulden erhöhten. Dies gilt auch deshalb, weil eventuell nicht die gesamten Forderungen abgeschrieben werden müssen und man zudem nicht weiß, wie eine (Teil-)Auflösung der Währungsunion sich auf die anderen Bilanzpositionen der Zentralbank auswirkt. Angesichts dieser erheblichen Risiken und Unwägbarkeiten wird seitens der Politik und der EZB alles unternommen, um den Austritt von einzelnen Euroländern oder sogar die Auflösung der Währungsunion zu vermeiden.

Zu hohe Außenstände sind für das Wirtschaftswachstum schädlich und ...

Seit einiger Zeit verbessern sich die Refinanzierungsbedingungen auch für die EU-Krisenländer, und die Kapitalmärkte entspannen sich. So sind die Target-2-Salden (Verbindlichkeiten der Krisenländer Februar 2014: 589 Mrd. Euro; März 2014 Deutschlands Forderungen an die EZB: 450 Mrd. Euro) zurückgegangen. Normalisieren sich die Kapitalmärkte, dann schmölzen die Salden fast gänzlich ab und sie wären Währungsgeschichte. Als schwere Hypothek bleiben jedoch die offiziell ausgewiesenen Staatsschulden. Eine nachhaltige Entschärfung der Eurokrise ist deshalb nicht allein mit ausgeglichenen Staatsaushalten zu erreichen. Rein technisch gesehen, wäre dadurch zwar eine Schuldentragfähigkeit erreicht, denn die Zinsen könnten bedient werden, und die Rückstände stiegen nicht weiter. Wenn dies gleichzeitig noch von einem nennenswerten Wirtschaftswachstum begleitet wird, könnten die Schulden in Relation zum Sozialprodukt sinken. Letztlich ist dies die Hoffnung der europäischen Entschuldungsstrategie. Es kann jedoch vermutet werden, dass hohe Schulden negative volkswirtschaftliche Folgen haben, auch wenn sich die Ökonomen nicht völlig einig sind. Empirische Untersuchungen von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff ergaben, dass eine Verschuldung des Staates von über 90% des BIP sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkt. Andere Autoren bezweifeln die Ergebnisse dieser Studie.[11] Neuere empirische Untersuchungen legen jedoch nahe, dass weniger ein bestimmter Schwellenwert als vielmehr der Verlauf der Verschuldung das Wirtschaftswachstum beeinflusst. Steigen die Verbindlichkeiten von einen hohem Niveau weiter an, dann lassen sich negative Wirkungen auf das Wirtschaftswachstum vermuten, während Länder mit hoher jedoch sinkender Verschuldung durchaus ähnlich wachsen wie Länder mit niedrigeren Außenständen. Ein hoher Schuldenstand geht jedoch offensichtlich mit höheren Produktionsschwankungen und damit verbundenen Wohlfahrtsverlusten einher.[12] Diese Erkenntnisse können nicht beruhigen, denn die Gesamtverschuldung wächst in den USA und der Eurozone (als Gesamtheit) weiter, das heißt, eine Trendumkehr zu alten Schuldenständen ist bis auf Ausnahmen (Deutschland) nicht erkennbar.

... schränken den Handelsspielraum des Staates ein

Selbst wenn die EZB die Zinsen niedrig hält und die Finanzregulierung Staatsanleihen als Anlageform begünstigt, gefährden doch hohe Zinsbelastungen (auch über Risikoaufschläge) zusätzlich den nachhaltigen Gestaltungsspielraum der Politik. Zudem schränken sie die Möglichkeit ein, künftig externen Schocks durch eine expansive Fiskalpolitik entgegenzuwirken. Zu hohe Rückstände lassen zudem Zweifel an der Kreditwürdigkeit der jeweiligen Länder aufkommen. In akuten Krisen können die jetzt installierten Rettungsschirme und der angekündigte Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB Staatsinsolvenzen verhindern. Sollte die fiskalische Konsolidierung jedoch nicht glaubhaft sein, dann kann auch ein schleichender Vertrauensverlust erneut die gemeinsame Währung gefährden.

Der ausgeglichene Haushalt sollte der Normalfall werden

Nach Ausbruch der Eurokrise wurde das Ziel eines ausgeglichenen Haushaltes – eigentlich schon im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankert – nochmals in dem europäischen Fiskalpakt festgeschrieben. Die deutsche Schuldenbremse hat dabei Pate gestanden. Zudem wurden die Überwachungsverfahren der Kommission gestärkt. Die Absicht, einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen, ist im Moment als sehr ambitioniert anzusehen. Deutschland als Musterknabe erreichte dieses Ziel schon 2012 (gesamtstaatliche Finanzierungssaldo, das heißt der aggregierte Haushalt von Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen) (vgl. Bundesministerium der Finanzen 2014), und Italien kann zumindest einen Primärüberschuss (dort sind Zinszahlungen nicht berücksichtigt) verbuchen. In den anderen Eurostaaten,

[10] Beim Ausscheiden von Staaten aus der Eurozone würde er sich entsprechend erhöhen.

[11] Die Höhe dieses Schwellenwertes ist umstritten, denn die Ergebnisse einer einflussreichen Studie von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff beruhten auf einen Rechenfehler. Erneute Untersuchungen der Autoren und andere Analysen bestätigten jedoch trotzdem diese Werte (vgl. Reinhart und Rogoff 2010). Kritisiert werden diese Ergebnisse von Herndon, Ash und Polin (2013). Andere Untersuchungen bestätigen die negativen Effekte (vgl. Cecehetti, Mohanty und Zampolli 2011; Kumar und Woo 2010).

[12] Vgl. Pescatori, Sandri und Simon (2014). Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Chudik et al. (2013).

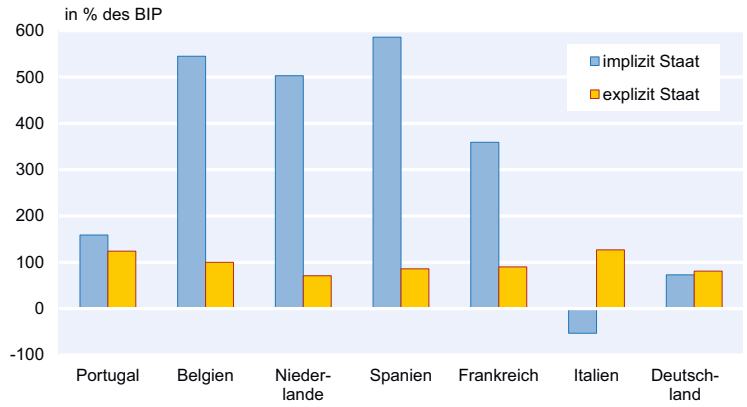
insbesondere in Frankreich, sieht es dagegen schlecht aus. Trotz schmerzhafter Konsolidierungsanstrengungen sind die Primärhaushalte in den EU-Krisenländern (bis auf Griechenland) negativ, das heißt, die laufenden Ausgaben und die Kreditkosten erhöhen die Verbindlichkeiten weiter. Gegenwärtig entlastet die Geldpolitik der EZB die europäischen Staatshaushalte in beachtlichem Umfang. Was passiert aber im Falle steigender Zinsen? Um die Stabilitätskriterien zu erfüllen, wären eine noch konsequentere Sparpolitik, das heißt Kürzungen der staatlichen Leistungen und/oder unkonventionelle Maßnahmen, (siehe unten) notwendig.

Die implizite Verschuldung ist meist höher als die offizielle

Der Druck auf das staatliche Ausgabenniveau bleibt auch deshalb unvermindert hoch, weil die offiziell ausgewiesenen Daten nicht das gesamte Ausmaß der öffentlichen Verschuldung widerspiegeln. Es fehlen darin die Verpflichtungen, die der Staat durch die Sozialversicherungs- und insbesondere Rentensysteme für die Zukunft eingegangen ist. Rechnet man diese sogenannte implizite Verschuldung mit ein, dann erreicht die Gesamtverschuldung in den meisten europäischen Staaten ein Mehrfaches des Sozialprodukts. In Deutschland lag die explizite Staatsverschuldung im Jahr 2012 beispielsweise nach Berechnungen der EU-Kommission bei circa 81% des BIP, die implizite Staatsverschuldung jedoch bei circa 73% des BIP, das heißt, es ergibt insgesamt eine sogenannte Nachhaltigkeitslücke von 154% des BIP. Bernd Raffelhüschen, einer der wissenschaftlichen Begründer dieses Generationenansatzes (vgl. den grundlegenden Aufsatz von Raffelhüschen 1999), kommt in seinen auf einer breiteren Datenbasis beruhenden Berechnungen für Deutschland im Jahr 2013 sogar auf implizite staatliche Verbindlichkeiten von 147% des BIP. Unter Addition der expliziten Verschuldung ergibt dies dann eine Nachhaltigkeitslücke von insgesamt 227% des Sozialprodukts (vgl. Stiftung Marktwirtschaft 2013a). In fast allen europäischen Ländern (bis auf Italien mit einem relativ krisen- und demographiefesten Rentensystem) klafft bei der impliziten Staatsverschuldung eine beachtliche Nachhaltigkeitslücke (vgl. Abb. 2) (vgl. Stiftung Marktwirtschaft 2013b; 2013c).

Abb. 2a

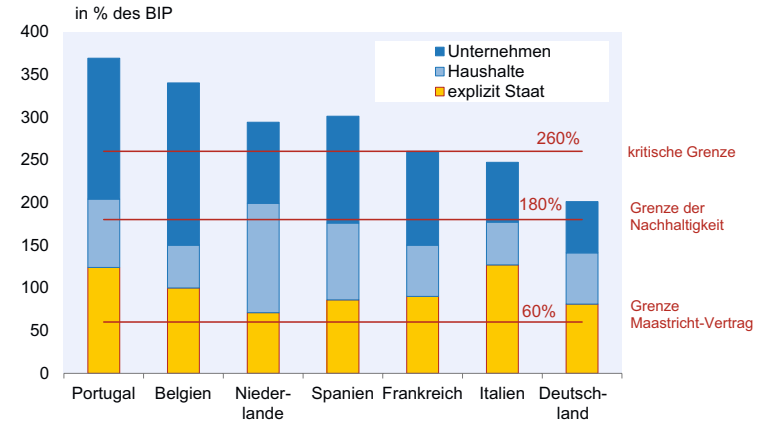
Verschuldung des Staates, der Haushalte und der Unternehmen in verschiedenen Ländern der Eurozone 2012



Quelle: Europäische Kommission (2013); IMF (2013b).

Abb. 2b

Verschuldung des Staates, der privaten Haushalte und Unternehmen



Quelle: Europäische Kommission (2013); IMF (2013b).

Die hohe private Verschuldung verschärft die Situation zusätzlich

Es sind nicht allein die öffentlichen, sondern auch die privaten Schulden, die in den letzten Jahren Sorge bereiten. Grundsätzlich sind Schulden von Unternehmen dann volkswirtschaftlich positiv zu bewerten, wenn das Kapital produktiv in neue Anlagen, in Forschung und Innovationen investiert wird. Selbst der Konsumentenkredit wäre in Ordnung, wenn er zurückgezahlt wird. In beiden Fällen führen Schulden zu Mehranstrengungen, und die Außenstände wachsen mit dem Sozialprodukt, das heißt, die Verschuldungsquote erhöht sich nicht. Wenn allerdings Schulden aufgenommen werden, um beispielsweise auf Wertsteigerungen im Immobilien- oder Finanzsektor (u. a. Aktien oder andere Wertpapiere) zu spekulieren, dann kann man von einer Ponzi-Finanzierung sprechen. Sie hinterlässt dann große volkswirtschaftliche Schäden, wenn solche Blasen platzen. Genau dies ist in der letzten Finanzkrise ab 2008 geschehen.[13] Ein Ende der spekulativen Ponzi-Finanzierung wäre

[13] Vgl. Stelter (2013a, S. 3). Der Begriff »Ponzi-Financing« stammt von dem amerikanischen Ökonomen Hyman Minsky. Er nahm dabei auf Charles Ponzi Bezug, der als einer der größten Schwindler und Betrüger in die US-amerikanischen Geschichte einging. Im englischen Sprachraum ist seine Betrugsmasche unter dem Begriff »Ponzi scheme« (deutsch etwa: »Ponzi-Trick«) – Schneeballsystem – bekannt. In ähnlicher Weise hat Bernhard Madoff sein Betrugssystem aufgebaut.

gleichbedeutend mit einem Gesundschrumpfen des Finanzsektors. Beunruhigend ist, dass dieser Prozess kaum zu beobachten ist.

Die Kombination hoher öffentlicher und privater Verschuldung ist besonders schädlich

Untersuchungen zeigen, dass die schädlichen, das heißt wachstumshemmenden Wirkungen der staatlichen Verschuldung erst dann voll zum Tragen kommen, wenn sie von einer hohen privaten Verschuldung (Haushalte und Unternehmen) von über 85% des BIP begleitet werden (vgl. *The Economist* 2013a; 2013b; IMF 2013a, dort Abschnitt: Indebtness and Deleveraging in the Euro Area, S. 46–71). Das ist schlüssig, denn um die Schulden abzubauen, sparen Haushalte und Unternehmen oder reduzieren ihre Investitionen, was das Sozialprodukt unmittelbar vermindert. Ein langsames Herauswachsen aus den Schulden durch Wirtschaftswachstum und höhere Inflation wird deshalb erschwert. Für die volkswirtschaftliche Betrachtung ist deshalb die private und öffentliche Gesamtverschuldung maßgeblich. Legt man eine Untersuchung von der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) zugrunde, dann läge die wachstumshemmende Grenze der Gesamtverschuldung bei circa 260% des BIP (jeweils: Staat 85%, Unternehmen 90% und private Haushalte 85% des BIP) (vgl. Cecehetti, Mohanty und Zampolli 2011, S. 34). Die deutsche Gesamtverschuldung liegt bei etwas über 200% des BIP, das heißt unter dieser Grenze. Orientiert man sich an der Verschuldungsgrenze des Maastricht-Vertrages von 60% des BIP und überträgt diese Regel auf den Privatsektor (jeweils Unternehmen und Haushalte getrennt), dann wäre eine Grenze von 180% des BIP als nachhaltig anzusehen.[14] Deutschland liegt etwas darüber, viele europäische Länder indes deutlich über den Schwellenwert (vgl. Abb. 2).

Die explizite Verschuldung gegenüber dem Ausland ist schwer abzubauen

Während sich die implizite Verschuldung technisch relativ rasch durch entsprechende Reformen in den Sozialsystemen, allerdings um den Preis sozialer Härten und politischer Konflikte, reduzieren lässt, können die auf den Kapitalmärkten aufgenommenen Kredite nur langsam abgetragen werden. Im Privatsektor (Privathaushalte und Unternehmen) verläuft dieser Prozess über Sparen, Einschränkungen von Investitionsprojekten und im Finanzsektor über Reduzierung des Kredithebels (*Deleveraging*) oder wenn es gar nicht anders geht durch Konkurs oder Umschuldungen. Im Staatssektor ist dies nicht viel anders, allerdings mit einigen Besonderheiten, die sich aus den makroökonomischen Implikationen der öffentlichen Verschuldung und der besonderen Rolle des Staates ergeben. Als Souverän ist er in der Lage, zumindest bezüglich der internen Verschuldung bei den eigenen Bürgern, die Spielregeln so zu ändern, dass eine rasche oder auch schleichende Entschuldung möglich ist. Bei hohen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland sind die Dinge komplizierter, denn die Auswirkungen für die Reputation des Landes auf den Kapitalmärkten wiegen schwer, eine Erfahrung, die viele Schwellenländer aber auch die Euro-Krisenstaaten gemacht haben. Werden die ausländischen Gläubiger verprellt, findet das Land künftig nur schwer Zugang zu privaten ausländischen Investoren. Abrupter Vertrauensverlust, und in der Folge ausbleibende Kapitalzufuhr können ein Land regelrecht zum Absturz bringen (z. B. Argentinien 2001 und 2002).

IWF-geführte Anpassungsprogramme und Entschuldungen sind hart, aber meist erfolgreich

Drastische Abwertungen, internationale Hilfsmaßnahmen, Umschuldungen und harte Anpassungsprogramme, aber auch neues Geld sind die Standardtherapien des Internationalen Währungsfonds (IWF). Unzählige Male erprobt, führen sie, konsequent durchgeführt, zum Erfolg. Die betroffenen Länder empfinden diese Therapie als besonders schmerzhaft und von außen gesteuert. Die Länder des europäischen Südens beschreiten einen ähnlichen Weg, jedoch mit dem entscheidenden Unterschied, dass sie nicht nominal, sondern real abwerten müssen, was die Anpassungsprozesse noch härter macht und in die Länge zieht. Vielfach werden dann die Schuldigen für die schmerzhaften Einschnitte im Ausland gesucht, bei den Spekulanten, dem Währungsfonds, den Gläubigerländern, der Troika (Vertretern der EZB, des IWF und der EU-Kommission) und der Bundeskanzlerin Angela Merkel oder gleich bei allen zusammen.

Entschuldung in der Eurozone: Mission Impossible?

In einigen Ländern der Eurozone ist es wenig wahrscheinlich, dass der Schuldenabbau allein über die Sparpolitik gelingen kann. Dauer und Ausmaß der notwendigen fiskalischen Konsolidierung würden fast zwei Jahrzehnte erhebliche Primärüberschüsse in den Haushalten der meisten Länder erfordern. So müsste Frankreich von 2013 bis 2020 jährlich einen Primärüberschuss von 3,7% und dann noch einmal weitere zehn Jahre einen von 3% des BIP erwirtschaften.

In den Euro-Krisenländern sind noch größere Anstrengungen notwendig (vgl. Tab. 2). Es ist fraglich, ob dies politisch

[14] Die Maastricht-Grenze von 60% der Staatsverschuldung am BIP ergab sich aus der Überlegung, dass bei einem durchschnittlichen Zinsniveau von 5% die Zinslast bei einer 60%igen Staatsverschuldung 3% des BIP beträgt. Wächst die Wirtschaft mit 3%, dann könnte die Verschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung konstant bleiben. Da auch im Privatsektor die Schulden nicht rascher wachsen sollten als die Einkommen, ist es plausibel diese Grenze auch für die Unternehmen und die privaten Haushalte anzunehmen, das heißt, die nachhaltige Schuldengrenze addiert sich zu 180% des Sozialproduktes.

Tab. 2
Fiskalische Anpassungsstrategie zur Erreichung des Schuldenstandes von 60% des BIP (Maastricht-Kriterium) bis 2030
(Notwendige jährliche Primärbilanz*, um die zyklischen Schwankungen der Konjunktur korrigiert)

	2013 bis 2020	von 2020 bis 2030	Einschließlich altersbedingter Ausgaben (2013–2030)
Deutschland	–0,1	1,2	1,1
Frankreich	3,7	3,0	4,7
Italien	2,1	6,8	2,2
Spanien	6,1	4,7	7,5
Portugal	4,9	6,0	6,1
Irland	6,3	6,0	7,7
Griechenland	2,1	6,8	3,3

* Primärbilanz: Saldo des Staatshaushaltes ohne Zinszahlungen.

Quelle: IMF (2013b).

durchgehalten werden kann, zumal zumindest temporäre negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum zu erwarten wären. Gleiches gilt für teilweise parallel einzuführende Steuererhöhungen und/oder Privatisierungen von Staatsvermögen, mit denen der Fiskus versuchen kann, seine Einnahmen zu verbessern. In einigen Krisenländern ist dies, wie beispielsweise in Griechenland, unabdingbar, zumal die Steuersätze extrem niedrig sind und die Steuerhinterziehung skandalöse Ausmaße erreicht hat. Die stetig steigende Steuerlast hat aber, beispielsweise in Frankreich, bewirkt, dass Unternehmen und Privatpersonen dem Land immer mehr den Rücken kehrten und das Wirtschaftswachstum geschädigt wird.

Für viele Länder ist ein Herauswachsen aus den Schulden kaum möglich

Die Schuldenstände haben zudem ein solches Ausmaß erreicht, dass der Königsweg aus der Schuldenfalle, nämlich hohes Wirtschaftswachstum kombiniert mit einer Sparpolitik, in vielen Fällen nicht gelingen kann. Das Potenzialwachstum der europäischen Volkswirtschaften ist eher gering, und demographische Faktoren wirken negativ auf die Wachstumsaussichten. Die Schuldenstände könnten dennoch vermindert werden, wenn die fiskalischen Einschnitte entsprechend hart sind und die Geldpolitik dies mit niedrigen Zinsen flankiert. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass zusätzlich die Exportnachfrage stimulierend wirkt (vgl. Abbas et al. 2013). Es müsste schon ein Produktivitätswunder in Kombination mit radikalen Strukturreformen geschehen, wenn dieser Weg den Krisenländern gelingen soll. Innerhalb des gemeinsamen Währungsraums sind jedoch die schwachen Volkswirtschaften gezwungen, reale Anpassungen (nach unten) bei Löhnen und Gehältern vorzunehmen, um ihre Wettbewerbsfähigkeit und die entsprechende Exportfähigkeit wiederzuerlangen. Dies geschieht in einigen Ländern, doch der Prozess geht nur langsam und drückt zumindest mittelfristig die Wachstumsaussichten. Zusätzlich werden dadurch deflationäre Tendenzen begünstigt, obwohl eigentlich eine etwas höhere Inflationsrate hilfreich wäre, um die Schulden abzubauen.

Finanzielle Repression und Umschuldungen – ein gangbarer Weg, ...

Ein aussichtsreicher Weg, Schulden abzubauen, stellt die sogenannte finanzielle Repression dar. Mit niedrigeren unter der Inflationsrate liegenden Nominalzinsen für Staatsanleihen erreicht man über einen längeren Zeitraum eine reale Entwertung der Schuldtitel. Die EZB verfolgt genauso wie die anderen großen Nationalbanken eine Niedrigzinspolitik (EZB-Leitzins: 0,25%, Frühjahr 2014) und kommuniziert glaubhaft, die Zinsen über einen längeren Zeitraum niedrig zu lassen. Die Inflationsrate in der Eurozone ist jedoch auch gering (Anfang 2014: bei circa 0,8%, Deutschland: 1,2%). Für den deutschen Kleinsparer mit typischem Festgeldkonto (Verzinsung für ein Jahr zwischen 0,2% bis 1%) ist die finanzielle Repression bereits wirksam. Dies gilt auch bei lang laufenden deutschen Staatspapieren, denn deren Zinsen (Frühjahr 2014: bei zwei Jahren circa 1,6%) liegen unter der zu erwartenden Inflationsrate. Im Moment ist auf diese Weise zumindest in Deutschland ein Entschuldungsprozess im Gang, vor allem, wenn man noch die Kapitalertragsteuer berücksichtigt. Aber kann er ausreichen, um sich nennenswert von den hohen Verbindlichkeiten zu befreien?

... aber äußerst mühsam

Nach Berechnungen von Daniel Stelter benötigte Deutschland bei einer moderaten finanziellen Repression (nominal, das heißt mit Inflation, liegt das Wirtschaftswachstum 1% über dem Zinsniveau) 43 Jahre, um die kritische Grenze der öffentlichen und privaten Schulden von 180% des BIP zu erreichen, Irland sogar 80 Jahre (vgl. Stelter 2013b, S. 174). Es ist wenig wahrscheinlich, dass dieser Weg vor allem bei hoch verschuldeten Eurostaaten ausreichen wird. Dies gilt vor allem dann, wenn die EZB das Ziel der Preisstabilität ernst nimmt. Die Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff fordern deshalb für die hochverschuldeten Industrieländer, Sparpolitik und wirtschaftliche Strukturreformen durch eine Mischung aus Umschuldungen sowie direkter Restrukturierung von öffentlichen und privaten Verbindlichkeiten (das heißt auch Schuldenschnitte) zu ergänzen. Zu-

dem sei es notwendig, eine etwas höhere Inflation zu tolerieren. Dadurch könnte man eine an die gegenwärtigen Umstände angepasste finanzielle Repression, das heißt eine Art Besteuerung der Sparer, in die Wege leiten. Wirksam wäre dieser Weg nur, wenn noch indirekte Kapitalverkehrskontrollen im Rahmen des Finanzsystems unter dem Schirm einer makroprudentiellen Überwachung[15] eingeführt bzw. verstärkt würden. Ein solches Vorgehen ist für Schwellenländer durchaus üblich, bisher bei Industrieländern jedoch ein Tabu (vgl. Reinhart und Rogoff 2013). Teilweise bestehen versteckte Kapitalverkehrskontrollen bereits, denn Versicherungen sind angehalten einen Großteil der Gelder in vermeintlich sichere Staatsanleihen anzulegen.

Ein Schuldenschnitt ist rasch wirksam

Eine weitere in der Geschichte gängige Alternative bestände darin, einen Schuldenschnitt (auch als Restrukturierung bezeichnet) vorzunehmen. Die Besitzer der jeweiligen Schuldtitel verlören einen Teil oder gänzlich ihr geliehenes Geld. Meist wird das Verfahren bei drohenden oder schon eingetretenen Staatsinsolvenzen vollzogen. Es ist und sollte die Ultima Ratio sein, wenn makroökonomische Anpassungsprogramme nicht mehr erfolgversprechend sind, denn die negativen Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum, den Handel, die Kapitalströme und den Finanzsektor können drastisch sein (vgl. Udaibar, Papaioannou und Trebisch 2012). Auch im Falle Griechenlands wurden Schulden privater Gläubiger (ca. 11 Mrd. Euro) »restrukturiert«, und es ist eine Frage der Zeit, wann die öffentlichen Gläubiger, das heißt die staatlich garantierten Kredite, betroffen sein werden. Daniel Stelter berechnet für die gesamte Währungsunion im Jahr 2012 den gigantischen Abschreibungsbedarf auf 6,2 Billionen Euro, um die kritische Grenze der öffentlichen und privaten Verschuldung von 220% des BIP zu erreichen (vgl. Stelter 2013b). Es braucht wenig Phantasie sich auszumalen, welche desaströsen Folgen ein solch abrupter Schuldenschnitt für die Finanzmärkte hätte. Für einzelne hochverschuldete Länder bleibt dies dennoch ein gangbarer Weg.

Vermögensabgaben wären eine risikobehaftete Alternative bei drohender Staatsinsolvenz, ...

Denkbar ist ferner, alle Vermögensbesitzer mit einer Sonderabgabe zur Schuldentilgung zu belasten. Eine Vermögensabgabe wurde schon vom DIW angedacht und danach vom IWF aufgegriffen, ohne in konkret realisierbare Konzepte zu münden (vgl. Bach 2012; IMF 2013b, S. 49). Auch die Bundesbank diskutiert diese Option in ihrem Monatsbericht vom Januar 2014 (S. 52–54). Aus volkswirtschaftlicher Sicht liegen die Argumente klar auf der Hand: Eine solche Maßnahme wäre nur im Falle einer drohenden Staatsinsolvenz angebracht, wenn andere zeitlich gestreckte Alternativen (höhere Verbrauch- und Einkommensteuern, Privatisierungen, Sparpolitik) als nicht ausreichend bzw. nicht durchführbar erscheinen und deshalb die Gläubiger die Schuldentragfähigkeit des Landes massiv bezweifeln. In einem solchen Fall könnte die Vermögensabgabe einen »Neustart« ermöglichen, wenn Spar- und Investitionstätigkeit nicht beeinträchtigt und eine Kapitalflucht vermieden wird. Hierzu müsste sie faktisch ohne Ankündigung und glaubhaft einmalig durchgeführt werden. Die Vermögensabgabe hat insofern ihren verteilungspolitischen »Charme«, als spiegelbildlich jeder Verbindlichkeit eine Forderung gegenübersteht und damit mit der Schuldenexpansion ein ebensolcher Vermögensaufbau einherging. In Deutschland wird das private Nettovermögen auf circa 400% des BIP geschätzt. Zudem ist zeitgleich in den letzten zwei Jahrzehnten eine bisher unvergleichbare Vermögenskonzentration zu beobachten. Es liegt deshalb nahe, dass vor allem politische Strömungen, die der Gerechtigkeitsfrage eine größere Bedeutung beimessen, das heißt das linke Spektrum, von den »Reichen« einen größeren Solidarbeitrag auch zur Tilgung der Altschulden einfordern wollen.

... aber alle Vermögensbesitzer müssten einbezogen werden

Aus der Wirtschaftsgeschichte sind Schuldenschnitte und Vermögensabgaben zur Schuldentilgung in Notsituationen bekannt, das heißt immer dann, wenn Staatsinsolvenzen bevorstehen bzw. schon eingetreten sind. Im Nachkriegsdeutschland wurde beispielsweise ein Lastenausgleich von westdeutschen Vermögensbesitzern zur Kompensation von Verlusten der Vertriebenen abverlangt. Etwas Ähnliches könnte man auch jetzt über die Eintragung von Zwangshypotheken durchsetzen, um eine dauerhaft höhere Immobilienbesteuerung zu vermeiden. Greift man zu solch drastischen Maßnahmen, müsste man jedoch aus Gerechtigkeitsgründen alle Vermögensbesitzer mit einer Sondersteuer heranziehen und nicht nur diejenigen mit Immobilienbesitz. Solche Instrumente könnten in Europa nur jeweils national für die jeweilige staatliche Schuldenlast eingesetzt werden. Es wäre wohl politisch und verfassungsrechtlich kaum durchsetzbar, die deutsche Bevölkerung mit ihren Vermögen beispielsweise für italienische Schulden mithaften zu lassen, zumal die dortige Bevölkerung über einen deutlich höheren Vermögensbestand verfügt (vgl. *Süddeutsche Zeitung,* 13. April 2013). Aufgrund dieser Unwägbarkeiten und der Schwierigkeiten, eine solche Maßnahme faktisch »über Nacht« einzuführen, wird man diesen Weg nur bei einer unmittelbar drohenden Staatsinsolvenz beschreiten. Dies gilt umso mehr, als politische Risiken und verfassungsrechtliche Bedenken einzukalkulieren wären, denn damit ginge ein drastischer Eingriff in die Eigentumsrechte einher.

[15] Unter makroprudentieller Überwachung versteht man die Kontrolle des Regelwerkes des Finanzsystems hinsichtlich seiner gesamtwirtschaftlichen Funktionen und Wirkungen durch die Zentralbanken.

Differenziertes Vorgehen in Europa notwendig

Ohnehin ist die Lage in den einzelnen Ländern Europas so differenziert, dass ein einheitliches Vorgehen gar nicht realisierbar bzw. zu empfehlen wäre. Jedes Land wird deshalb seine eigene Strategie entwickeln müssen, um den Entschuldungsprozess dauerhaft über eine mittelfristige Periode voranzutreiben. Die EU hat zwar ihre Überwachungsverfahren verstärkt und die meisten EU-Staaten vereinbarten den Fiskalpakt, doch die Erfahrungen mit solchen Verfahren sind nicht ermutigend. Im Grundsatz wäre es weitaus effektiver und mit der Funktionsweise der Marktwirtschaft kompatibler, wenn Haftung und Risiko auch bei der Staatsfinanzierung gelten würden. Hierzu wären auch Regelungen für eine geordnete Staatsinsolvenz im Euroraum notwendig. Im Moment scheut man sich vor diesen Schritten, zumal nicht nur die Staaten, sondern auch die mit ihnen verbundenen Banken und Versicherungen einschließlich der privat angesparten Altersvorsorge im Risiko stehen würden. Das Schuldenmanagement bleibt damit im Rahmen der gegenwärtigen Strukturen ein »Case by Case-Verfahren«. Die beschlossene Bankenunion könnte zusätzlich die notwendige Stabilität des Finanzsektors gewährleisten und auch im Privatsektor das »deleveraging« begünstigen. Allein die vom IWF zum Schuldenabbau kalkulierten Primärüberschüsse des Haushaltes (vgl. Tab. 2) lassen Zweifel aufkommen, ob dies gelingen kann.

Unrealistische Visionen: »Vereinigte Staaten von Europa« und Schuldenkollektivierung

In naher Zukunft ist kaum zu erwarten, dass die EU-Mitgliedsländer die *Vereinigten Staaten von Europa* gründen. Diese vielleicht nie Wirklichkeit werdende Vision wäre aber die politische Voraussetzung für eine gemeinsame Haftung für die alten und neuen Schulden. Deshalb können die Erfahrungen der USA, die nach ihrer Gründung und dem Unabhängigkeitskrieg im Jahr 1790 die Schulden der einzelnen Bundesstaaten vergemeinschaftet haben, kaum als Beispiel dienen.[16] Auch ein gemeinschaftliches Abtragen von Teilen der Altschulden mittels des vom deutschen Sachverständigenrat vorgeschlagenen Schuldentilgungspakts würde weitgehende zentrale europäische Eingriffsrechte in die Fiskalhoheit der einzelnen Euroländer erfordern. Dies ist auf absehbare Zeit politisch unrealistisch und nicht gewollt. Das Gleiche gilt für die kollektive Refinanzierung durch »Eurobonds«. Jedes Mitgliedsland der Eurozone wird folglich seine Schulden in eigener Verantwortung abbauen müssen. Im Notfall wird zwar – wie in der Vergangenheit – das Eurokollektiv gemeinschaftlich haftend (ESM-Rettungsschirm und Anleihekäufe der EZB) intervenieren. Gerieten Frankreich und Italien jedoch nachhaltig in den Fokus der Finanzmärkte, würden massive Interventionen der EZB nur kurzfristig helfen. Eine umfangreiche indirekte Schuldenkollektivierung wäre die Folge, die politisch gesehen die EU eher spalten als einen würde. Spätestens dann erhielte der Ausspruch des französischen Finanzexperten und Politikers Jacques Rueff aus dem Jahre 1950 eine pessimistische Wendung: »L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas.«[17]

Zusammenfassung

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Staatsverschuldung der Industrieländer so stark wie nie zuvor in Friedenszeiten gestiegen. Die explodierenden Verbindlichkeiten spiegeln jedoch auch einen langfristigen Trend wider. In der Eurozone begünstigten bis 2007 niedrige Zinsen und geringe Risikoaufschläge für Staatsanleihen die Defizite. Zudem versagte die fiskalische Überwachung. Als die Risikoaufschläge für die Staatsanleihen einiger Länder exorbitant stiegen, eskalierte die Staatsschuldenkrise. Nur die massiven Interventionen der EZB sowie die Euro-Rettungsschirme (EFSF und später ESM) haben die Krisenländer vor der Staatspleite bewahrt. Die dadurch entstandenen Haftungsrisiken sowie die Target-2-Defizite bergen für die Kernländer der Eurozone (vor allem für Deutschland) erhebliche fiskalische Unwägbarkeiten. Sie würden im Falle eines Auseinanderbrechens der Eurozone die Schulden der Mitgliedsländer weiter erhöhen. Schon alleine deshalb werden die maßgeblichen Akteure alles unternehmen, um ein solches Szenario zu vermeiden.

Die Eurozone kann aber dauerhaft nur bestehen, wenn eine glaubhafte Entschuldungsstrategie implementiert wird. Hohe Verbindlichkeiten belasten das Wirtschaftswachstum sowie künftige Generationen und schränken den Gestaltungsspielraum der Staaten ein. Auch wird die Bekämpfung externer Schocks schwieriger. Schmerzfreie Therapien gibt es nicht. Es ist zweifelhaft, ob mit Sparen und Wirtschaftswachstum alleine ein nachhaltiger Schuldenabbau in den Krisenländern der Eurozone gelingen kann. Neben der finanziellen Repression (Zinsen unter der Inflationsrate) werden deshalb auch unkonventionelle Maßnahmen (Bail-in, Schuldenschnitte und Vermögensabgaben) – wie im Falle Griechenlands und Zyperns – zum Einsatz kommen müssen. Verluste für die europäischen Gläubiger (privat und/oder öffentlich) würden nicht zu vermeiden sein. Ohne wachstumsfördernde Strukturreformen ist der Defizitabbau dauerhaft nicht möglich. Solche Reformen sind in einigen Ländern auf den Weg gebracht worden, in anderen, für die Eurozone entscheidenden Staaten (Frankreich und Italien) stehen sie noch am Anfang. Jedenfalls steigt die Verschul-

[16] Der damalige US-Finanzminister Alexander Hamilton entschied, dass der Bund eine Haftung für sämtliche Anleihen der Einzelstaaten übernehmen soll (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011, S. 77–127, insbesondere S. 109–119). Das US-amerikanische Vorgehen wird sehr unterschiedlich beurteilt. Während Michael D. Brodo und Carlos A. Vegh (2002) es als großen Erfolg sehen, beurteilen es andere weitaus kritischer (vgl. etwa Sinn 2012, S. 351–354).

[17] »Europa [gemeint als politische Einheit, W. Q.] wird durch die Währung gelingen oder gar nicht.«

dung in den meisten Euroländern weiter. Der Zusammenhalt der Währungsgemeinschaft ist deshalb noch lange nicht gesichert.

Literatur

Abbas, S.A., B. Akitoby, J. Andrritz, H. Berger, T. Komatsuzaki und J. Tyson (2013), »Dealing with High Debt in an Era of Low Growth«, IMF Staff Discussion Note No. 13/07, 16–20.

Anselmann, Chr. (2012), *Auswege aus Staatsschuldenkrisen. Eine Untersuchung verschiedener Optionen anhand historischer Fallbeispiele,* Metropolis, Marburg 2012, S. 47–51

Bach, S. (2012), »Vermögensabgaben – ein Beitrag zur Sanierung der Staatsfinanzen in Europa«, *DIW Wochenbericht* (28), 3–11.

BIZ (2014), *BIZ-Quartalsbericht,* März, Basel.

Brodo, M.D. und C.A. Vegh (2002), »What if Alexander Hamilton Had Been Argentinean? A Comparison of the Early Monetary Experiences of Argentina and the United States«, *Journal of Monetary Economics* 49(3), 459–494.

Brunnermeier, M., R. Reis und G. Braunberger (2014), »Ein Crashkurs für die Eurokrise«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung,* 17. Januar, 12.

Bundesministerium der Finanzen (2014), »Staatshaushalt dauerhaft ausgeglichen«, *Monatsbericht* April, 6–13, online verfügbar unter: www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/04/Downloads/monatsbericht_2014_04_deutsch.pdf?__blob=publicationFile&v=3, aufgerufen am 12. Mai 2014.

Cecehetti, S.G., M. Mohanty und F. Zampolli (2011), »The Real Effect of Debt«, Bank for International Settlements (BIS), BIS Working Papers No. 352.

Chudik, A., K. Mohaddes, M.H. Pesaran und M. Raissi(2013), »Debt, Inflation and Growth. Robust Estimation of Long-Run Effects in Dynamic Panel Data Models«, CESifo Working Paper No. 4508.

Deutsche Bundesbank (2014) *Monatsbericht* 66(1), Januar.

Europäische Kommission (2013), *Statistical Annex of European Economy,* Herbst, Brüssel.

Focus Money Online (2013), »185 Mio. Euro Zinseinnahmen des ESM September 2013«, 3. Dezember.

Görgens, E., K. Ruckriegel und F. Seitz (2014), *Europäische Geldpolitik. Theorie, Empirie und Praxis,* 6., vollst. neu bearb. Aufl., UVK/Lucius, Konstanz, München.

Graeber, D. (2011), *Debt: The First 5000 Years,* New York.

Herndon, T., M. Ash und R. Polin (2013), »Does High Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhard and Rogoff«, Political Economy Research Institute, Working Paper Series No. 322.

IMF (2013a), *Euro Area Policies,* Country Report No. 13/232.

IMF (2013b), *Fiscal Monitor,* Taxing Times, Oktober, Washington.

Kumar, M. und J. Woo (2010), »Public Debt an Growth«, IMF Working Paper No. 10/174.

Pescatori, A., D. Sandri und J. Simon (2014), »Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?«, IMF Working Paper No. 14/34.

Raffelhüschen: B. (1999), »Generation Accounting in Europe«, *American Economic Review* 89(2), 167–170.

Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2010), »Growth in a Time of Debt«, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 100(2), 573–578.

Reinhardt, C.M. und K.S. Rogoff (2011), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly,* Princeton.

Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2013), »Financial and Sovereign Debt Crisis: Some Lessons Learned and Those Forgotten«, IMF Working Paper No. 13/266.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Jahresgutachten 2011/12: Verantwortung für Europa wahrnehmen,* Wiesbaden.

Sinn, H.-W. (2012), *Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder,* Hanser, München.

Stelter, D. (2013), *Ending the Era of Ponzi Finance. Ten Steps Developed Economies Must Take,* The Boston Consulting Group, online verfügbar unter: www.zerohedge.com/sites/default/files/images/user5/imageroot/2012/12-2/BCG%20Ending%20Ponzi%20Finance.pdf, aufgerufen am 12. Mai 2014.

Stelter, D. (2013b), *Die Billionen-Schuldenbombe,* Wiley, Weinheim.

Stelter, D. und D. Rhodes (2011), »Collateral Damage: Back to Mesopotamia? The Looming Threat of Debt Restructuring«, The Boston Consulting Group, September, online verfügbar unter: www.bcg.com/documents/file87307.pdf, aufgerufen am 12. Mai 2014.

Stiftung Marktwirtschaft (2013a), »Bilanz ehrbarer Staaten?«, Pressemitteilung, 28. November.

Stiftung Marktwirtschaft (2013b), *Bilanz ehrbarer Staaten*, online verfügbar unter: www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html, aufgerufen am 12. Mai 2014

Stiftung Marktwirtschaft (2013c), *Ehrbare Staaten? EU-Nachhaltigkeitsranking 2013,* online verfügbar unter: unter: www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html.

Süddeutsche Zeitung (2013), »EZB-Studie zu Wohlstand in Europa: Zyprer reicher als Deutsche«, 13. April.

The Economist (2013a) »Europe's Other Debt Crisis«, 26. Oktober, 15.

The Economist (2013b), »The Euro Crisis. Debtor's Prison«, 26. Oktober, 69–72.

Udaibar S.D., M.G. Papaioannou und Chr. Trebisch (2012), »Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts«, IMF Working Paper No. 12/203.

Lars P. Feld*

Staatsschuldenkrise in Europa: Langer Atem statt Schnellschüsse

Die Einkehr einer trügerischen Ruhe

Es scheint ruhig geworden um die Krise im Euroraum seit Mario Draghis Londoner Rede vor gut zwei Jahren. Er sicherte damit zu, den Euro mit allen ihm zur Verfügung stehenden Mitteln, also im Rahmen des Mandats der Europäischen Zentralbank (EZB), zu verteidigen und dadurch die Integrität des Euroraums sicherzustellen. Die Botschaft war klar: *Dont't bet against the ECB.* Die EZB konkretisierte diese Ankündigung mit ihren *Outright Monetary Transactions (OMT),* einem Programm zum (selektiven) Staatsanleihekauf, mit dem Mitgliedstaaten gestützt werden können, die einen Antrag beim Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) gestellt haben. Schon die Ankündigungen scheinen gewirkt zu haben: Die Zinsaufschläge, welche die Problemländer im Euroraum, insbesondere Italien und Spanien, im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen zahlen müssen, haben sich deutlich reduziert. Die Tragfähigkeit ihrer öffentlichen Finanzen wird von den Investoren auf den Finanzmärkten angesichts des gesunkenen Zinsniveaus nicht mehr infrage gestellt. Zuweilen führen zwar allfällige Überraschungen, zuletzt die Situation der portugiesischen Bank *Espirito Santo,* zu Unruhen in den Anleihemärkten. Bislang bleibt die Lage im Euroraum jedoch stabil. Die Gefahr sich selbst verstärkender Prozesse auf den Finanzmärkten, die letztlich sogar zu einem Auseinanderbrechen der Währung führen können, sind vorerst gebannt.

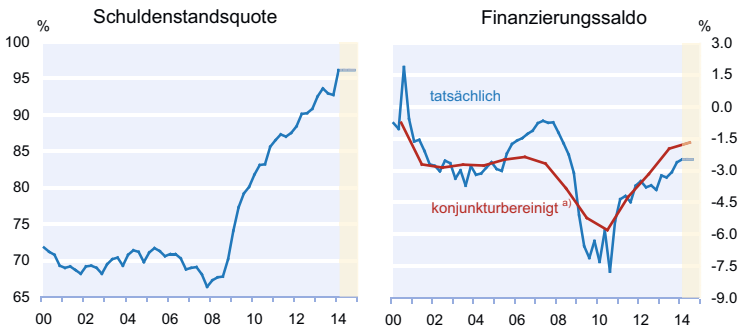
Diese Ruhe ist trügerisch. Weiterhin sind die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion hoch verschuldet. Die Schuldenstandsquote des Euroraums dürfte im Jahr 2014 gemäß den Prognosen der Europäischen Kommission auf über 95% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ansteigen (vgl. Abb. 1). Wenn sich diese Schuldenquote, wie in Abbildung 1 auf der linken Seite dargestellt, im Laufe dieses Jahres stabilisieren sollte, wäre schon viel gewonnen. Kaum ein Beobachter geht davon jedoch noch aus. Die Konsolidierungsanstrengungen der Euromitgliedstaaten setzen sich zwar fort: Der tatsächliche und der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo dieser Staaten reduzieren sich weiterhin (vgl. Abb. 1). Allerdings zeigt sich zugleich, dass die Bemühungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nachgelassen haben: Beide Kurven flachen am aktuellen Rand ab.

Viele Gründe führen in der Regel zu solchen Veränderungen hoch aggregierter Kennziffern. Die konjunkturellen Effekte auf die Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte sind jedoch relativ verlässlich herausgerechnet. Buchungstechnische Vorgaben oder Spielräume *(stock-flow-adjustments)* können dafür sorgen, dass die Staatsverschuldung trotz weiterhin bestehender Haushaltsdefizite oder nahezu ausgeglichener Haushalte zurückgeht. Deutschland ist dafür ein gutes Beispiel (vgl. Abb. 2). Die deutsche Schuldenquote sinkt bei (nahezu) ausgeglichen gesamtstaatlichen Haushalten, weil Vermögensbestände der beiden Bad Banks der WestLB und der Hypo Real Estate, die vom Staat übernommen wurden, an den Märkten verkauft werden. Letztlich können solche Überlegungen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Konsolidierungsdynamik im Euroraum nachgelassen hat.

Dafür verantwortlich sind im Wesentlichen Frankreich, Italien und Portugal, während Griechenland, Irland und Spanien ihre Haushaltskonsolidierung weiter vorangetrieben haben. In Portugal hat dies sehr stark damit zu tun, dass einzelne Konsolidierungsschritte, welche Regierung und Parlament verabschiedet haben, vom portugiesischen Verfassungsgericht als verfassungswidrig eingeschätzt werden. Die portu-

Abb. 1

Schuldenstandsquote und Finanzierungssaldo des Euroraums, 2000–2014
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



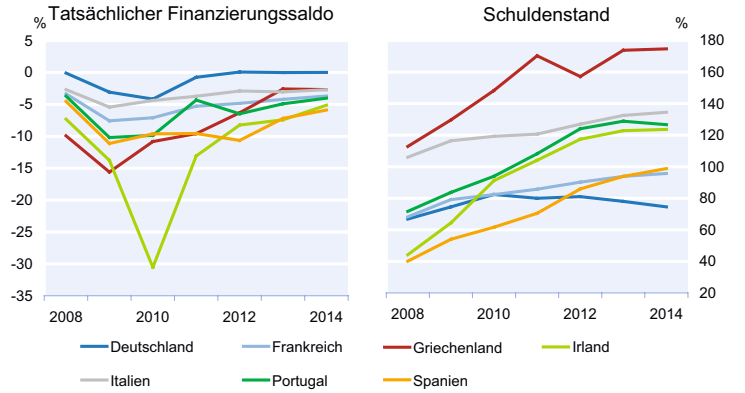
a) Jahreswerte, bereinigt um konjunkturelle Komponenten.
Prognosezeitraum, Schätzungen der Europäischen Kommission.

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat.

* Prof. Dr. Lars Feld ist Professor für Wirtschaftspolitik an der Universität Freiburg und Direktor des Walter Eucken Instituts, Freiburg. Seit 2011 ist er Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Abb. 2

Finanzpolitische Kennziffern ausgewählter Mitgliedstaaten des Euroraums
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



Quelle: IWF.

giesische Regierung hinkt ihren Zielen somit hinterher. Italiens Finanzierungsdefizit liegt bei 3% des BIP, so dass sich das Land nicht mehr in einem Defizitverfahren befindet. Zudem realisiert Italien seit einiger Zeit Primärüberschüsse (Finanzierungssaldo ohne Berücksichtigung von Zinszahlungen). In beiden Fällen sind die Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung also nicht erlahmt, wenngleich abgeschwächt. Im Falle Frankreichs muss man jedoch von einem Ende der Konsolidierung sprechen. Nach den Steuererhöhungen der vergangenen beiden Jahre, die auf der verteilungspolitischen Agenda des französischen Präsidenten standen, aber kaum einen Konsolidierungserfolg lieferten, werden die ab dem Jahr 2014 versprochenen Anpassungen auf der Ausgabenseite so gut wie nicht in Angriff genommen. Die französische Regierung bemüht sich vielmehr darum, von der Kommission mehr Zeit im Rahmen des Defizitverfahrens zu erhalten, also weiter mehr Schulden machen zu können, oder verweist darauf, dass Deutschland mit Beschäftigungsprogrammen die französische Wirtschaft unterstützen soll. Letzteres kann nur als absurdes Ablenkungsmanöver gewertet werden, selbst wenn es von Teilen der deutschen Politik unterstützt zu werden scheint. Frankreich müsste liefern und weigert sich.

Das Dilemma der Geldpolitik

Obwohl die Beruhigung im Euroraum nicht nur auf die Geldpolitik zurückzuführen sein dürfte, weil zugleich die Haushaltskonsolidierung der Programmländer Wirkung zeigt und das Projekt der Bankenunion voranschreitet, verdeutlichen die nachlassenden Bemühungen in verschiedenen Mitgliedstaaten das Dilemma der Geldpolitik. Mit zinssenkenden Maßnahmen gelingt zwar die Stabilisierung der Finanzmärkte. Zugleich nehmen aber die Anreize zur Konsolidierung ab. Die Geldpolitik alleine kann in der Europäischen Währungsunion nicht durch Auflagen sicherstellen, dass die Mitgliedstaaten auf dem Weg der Haushaltskonsolidierung bleiben. Aus diesem Grund sucht die EZB mit ihrem OMT die Verbindung mit der Fiskalpolitik, indem Staatsanleihekäufe nur für Programmländer des ESM möglich sind. Da jedoch schon die Ankündigung des Programms die Zinsdifferentiale reduzierte, bleibt der EZB nur der moralische Zeigefinger. Auflagen kann sie nicht machen.

Letztlich wäre die Geldpolitik mit dieser Aufgabe überfordert. Sie ist Geldpolitik und nicht Fiskalpolitik. Alleine schon aus demokratietheoretischer Sicht legt der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) in Art. 123 Abs. 1 das Verbot der monetären Staatsfinanzierung fest: Fiskalpolitik ist immer Umverteilungspolitik und berührt einzelne Interessen daher so stark, dass ein demokratischer Interessenausgleich notwendig ist. Eine Institution kann nur dann in ihren politischen Entscheidungen unabhängig sein, gerade in dem hohen Maße, das die EZB genießt, wenn dadurch weit weniger Interessenkonflikte auftreten. Wagt sich die EZB in die Fiskalpolitik, dann verliert sie faktisch an Unabhängigkeit, selbst wenn die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik praktisch nicht so scharf und eindeutig zu ziehen ist, wie die prinzipielle Unterscheidung nahelegt. Ökonomisch befände sich die EZB zudem auf einer schiefen Ebene. Sie würde immer mehr in die Fiskalpolitik hineingezogen und damit möglicherweise das primäre Ziel der Preisstabilität verletzen müssen. Dies erscheint zurzeit nicht als akutes Problem. Ökonomische Fehlentwicklungen beginnen jedoch nicht selten mit falschen ordnungspolitischen Weichenstellungen.

Die Probleme der Geldpolitik stellen sich für Programme des ESM in weit geringerem Maße. Überhaupt darf der ESM als Fortschritt für die Architektur der Währungsunion gesehen werden. Er verstößt weder gegen das Nicht-Beistandsgebot von Art. 125 Abs. 1 AEUV noch gegen den grundlegenden Ordnungsrahmen der Währungsunion, der auf die nationale Autonomie und Verantwortlichkeit in der Finanz- und Wirtschaftspolitik setzt. Das Verbot der monetären Staatsfinanzierung und das Nicht-Beistandsgebot sollen die nationale fiskalpolitische Verantwortlichkeit sicherstellen. Wenn weder die Notenbank noch andere Staaten oder die EU für die Verbindlichkeiten der Mitgliedstaaten haften, dann ist ein Staat mit seinen finanziellen Schwierigkeiten im Zweifel auf sich gestellt und muss notfalls Umschuldungsverhandlungen mit seinen Gläubigern führen. Notwendig wäre daher eine Insolvenzordnung für die Mitgliedstaaten des Euroraums. Eine Insolvenzordnung würde jedoch nicht nur die Regeln festlegen, die eine Umschuldung staatlicher Verbindlichkeiten in einem bestimmten Rahmen ermöglichen sollen, sondern müsste zwingend einen Liquiditätsmechanismus vorsehen, der in begrenztem Rahmen die Fortführung staat-

licher Aktivitäten während der Umschuldungsverhandlungen erlaubt. In den ersten Entwürfen war dies für den ESM vorgesehen. Letztlich blieben der Liquiditätsmechanismus und die Collective Action Clauses übrig. Eine weitergehende staatliche Insolvenzordnung kam auf Druck der Finanzmärkte nicht zustande. Der ESM ist damit im Grundsatz die konsequente Ergänzung der Nicht-Beistandsklausel. In der Tat ist nicht zu erkennen, dass die Konsolidierungsbemühungen der Mitgliedstaaten, die in einem Programm des ESM Kreditzusagen gegen Auflagen erhielten, nachgelassen hätten. Portugal hinkt zwar etwas hinterher, wird seinen Verpflichtungen aber vertragsgetreu nachkommen.

Schließlich wird dadurch die Haushaltsautonomie der betroffenen Mitgliedstaaten nicht infrage gestellt. Wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt selbst nach dessen Härtung bleiben sie die Herren des Verfahrens. Niemand wird von den Partnerstaaten gezwungen, einen Antrag beim ESM zu stellen. Faktisch bleibt einem Staat, der weder von seinen Steuerzahlern noch von privaten Gläubigern ausreichend finanziert wird, kaum eine andere Wahl – bis auf eine: die Staatsinsolvenz mit ihren teils unangenehmeren Konsequenzen als die Auflagen des ESM. Ein Programmland erhält Kredit gegen das Versprechen, die wirtschafts- und finanzpolitische Lage im Land zu verbessern. Die Troika prüft lediglich die Einhaltung der Versprechungen, die als Ergebnis eines Verhandlungsprozesses ebenfalls Teil der einzelstaatlichen Autonomie sind.

Was zu tun ist

Fremdkörper in der bisherigen Rettungspolitik im Euroraum ist somit die Geldpolitik der EZB, insbesondere die OMT, nicht der ESM-Krisenmechanismus. Man muss dies der EZB nicht übel nehmen. Ihr blieb kaum eine andere Wahl, nachdem die Mitgliedstaaten sie im Regen stehen ließen. Der Sachverständigenrat (2011; 2012) hat mit seinem Schuldentilgungspakt eine fiskalpolitische Alternative vorgestellt, die das geldpolitische Dilemma vermieden, auch nicht in die Fiskalpolitik hineingetragen hätte, obwohl dieser Vorschlag ebenfalls Risiken aufwies. Diese Lösung kam nicht zustande. Befürchtet werden muss angesichts der jüngsten Entwicklungen, dass die Mitgliedstaaten die EZB erneut alleine lassen, weil sie unzureichend konsolidieren.

Zwingend für die Bewältigung der Staatsschuldenkrise im Euroraum ist somit die Fortführung der Haushaltskonsolidierung, die weit weniger mit Austerität als mit fiskalpolitischer Solidität zu tun hat. Wenn die Schuldenstandsquote eines Landes sehr hoch ist, verpuffen expansive fiskalpolitische Maßnahmen relativ wirkungslos und verschlechtern letztlich nur die Situation. Kontraktive fiskalpolitische Maßnahmen werden in aller Regel dann zwar zunächst keine wirtschaftliche Dynamik auslösen. Nach einer gewissen Anpassungsphase und begleitet von den richtigen strukturpolitischen Reformen, insbesondere einer Flexibilisierung der Arbeits- und Produktmärkte, werden sich diese Staaten jedoch wirtschaftlich erholen. Die Lage Irlands und Spaniens ist bisher das beste Beispiel für den Erfolg dieser Politik.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt kann die notwendige Haushaltskonsolidierung in den Mitgliedstaaten nicht sicherstellen, sondern nur Hilfestellungen bieten. Die gemäß dem Fiskalpakt verabschiedeten nationalen Schuldenbremsen dürften weitere Hilfe bieten (vgl. Burret und Feld 2014). Welche Ausweichmöglichkeiten sie belassen, ist angesichts der kurzen Zeit seit ihres Inkrafttretens aber unklar. Jedenfalls ist jede erneute Aufweichung des Stabilitäts- und Wachstumspakts kontraproduktiv. Im präventiven Arm, der für Italien relevant ist, sind hinreichend große Spielräume schon heute vorhanden, die jedoch nicht dazu führen dürfen, dass Italien seine Primärüberschüsse reduziert. Im korrektiven Arm, also bei exzessiven Haushaltsdefiziten, wie in Frankreich, bestehen geringere Spielräume. Sie sollten keinesfalls ausgeweitet werden. Erhielte Frankreich mehr Spielräume, wäre dies ein Affront für diejenigen Mitgliedstaaten, die sich erfolgreich angestrengt haben, ihre Staatshaushalte zu sanieren.

Der Königsweg zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise besteht in der Haushaltskonsolidierung. Aber ist dies überhaupt zu schaffen? Nach Berechnungen des Sachverständigenrats (2013, S. 46, Tab. 4) weist Italien mit 5,0% des BIP einen durchaus erreichbaren Primärüberschuss auf, mit welchem die Einhaltung des Fiskalpakts sichergestellt werden kann, also eine Rückführung der Schuldenstandsquoten mittelfristig erreichbar ist. Italien erreicht im Jahr 2013 mit 4,3% des BIP einen strukturellen Primärüberschuss, der nicht allzu weit von 5% entfernt ist. Im Falle Portugals stellt sich eine schwierigere Situation. Dort wäre nach diesen Berechnungen ein Primärüberschuss von 7,3% erforderlich, jenseits dessen, was das Land bisher schafft. Für Griechenland liegen keine verlässlichen Berechnungen vor. In Irland liegt der erforderliche Primärüberschuss bei 3,9% des BIP, in Spanien bei 2,7% und in Frankreich bei 2,0%. Bis auf Portugal und Griechenland sind die Konsolidierungserfordernisse somit nicht vollkommen unrealistisch. Die Mitgliedstaaten benötigen vor allem eines: einen langen Atem. Für Griechenland und Portugal sind weitere Maßnahmen, etwa im Rahmen eines ESM-Programms notwendig, die durch die derzeit einsetzende konjunkturelle Erholung gestützt werden. Vielleicht bieten die von Fratzscher et al. (2014) für Griechenland vorgeschlagenen, BIP-indexierten Kredite bereits eine vernünftige Lösung.

Was zu lassen ist

Der Schlüssel für die Bewältigung der Staatsschuldenkrise in Europa liegt somit bei den Mitgliedstaaten. Sie sollten es

unterlassen, die gerade erst gehärteten europäischen Regeln aufzuweichen, und sie müssen an der Politik der Haushaltskonsolidierung festhalten. Trotz aller Sympathie für eine Staatsinsolvenzordnung würde eine groß angelegte Schuldenrestrukturierung mit Haircuts, etwa im Rahmen einer Schuldenkonferenz, zum jetzigen Zeitpunkt lediglich zu massiven Turbulenzen auf den Anleihemärkten führen. Die durch die EZB erreichte Stabilisierung würde zunichte gemacht. Eine Insolvenzordnung für Staaten kann erst nach einer Rückführung der Schuldenquoten in Europa in kraft treten. Sonst hätte sie anstatt stabilisierender Effekte eine Destabilisierung zur Folge. Es bleibt keine einfache Lösung, nur der harte Weg der Konsolidierung: an die Arbeit!

Literatur

Burret, H.T. und L.P. Feld (2014), »Political Institutions and Fiscal Policy: A Note on Budget Rules and Fiscal Federalism«, *CESifo DICE Report – Journal for Institutional Comparisons* 12, 3–11.

Fratzscher, M., C. Große Steffen und M. Rieth (2014), »BIP-indexierte Kredite für Griechenland«, *DIW Wochenbericht* (31–32), 739–749.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Verantwortung für Europa wahrnehmen,* Jahresgutachten 2011/12, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), *Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen,* Sondergutachten, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), *Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik,* Jahresgutachten 2013/14, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.