



AKADEMIE FÜR POLITISCHE BILDUNG TUTZING

---

# AKADEMIE-KURZANALYSE

1/2014

## Der Euro und die (gemeinsamen) Schulden

DR. WOLFGANG QUAISER

Mai 2014

# Der Euro und die (gemeinsamen) Schulden

WOLFGANG QUAISER

ZUSAMMENFASSUNG: DIE STAATSSCHULDEN-  
KRISE ALS ZEITBOMBE FÜR DIE WÄHRUNG-  
UNION

*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 Wirtschaftswachs-*

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

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.<sup>1</sup> Schon im antiken Mesopotamien griff man regelmäßig zum Schuldenerlass.<sup>2</sup> Das Alte Testament forderte ihn im 5. Buch Moses alle 7 Jahre. Nach gewonnenen und verlorenen Kriegen war es die übliche Praxis der Regenten, Kredite nicht zurückzuzahlen. Man konnte oder wollte es einfach nicht.<sup>3</sup> Über-

1 Vgl. Carmen M. Reinhardt / Kenneth S. Rogoff: This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton 2011.

2 Vgl. Daniel Stelter / David Rhodes: Collateral Damage: Back to Mesopotamia? The Looming Threat of Debt Restructuring. The Boston Consulting Group, September 2011 (online unter: [www.bcg.com/documents/file87307.pdf](http://www.bcg.com/documents/file87307.pdf) – letzter Zugriff: 12.05.2014).

3 Vgl. David Graeber: Debt: The First 5000 Years, New York 2011.

schuldung 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?

### 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. Schaubild 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 Prozent auf 95 Prozent, in den USA von 64 Prozent auf 105 Prozent 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 Prozent des weltweiten BIP)<sup>4</sup> überhaupt noch bezahlt werden, oder droht früher oder später ein globaler Schuldenschnitt, ein Währungsverfall, eine globale Depression oder eine bisher unbekannt Kombination von allem? Dabei ist zunächst zu konstatieren, dass selbst in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte 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<sup>5</sup>, 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 reolvieren.

### 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

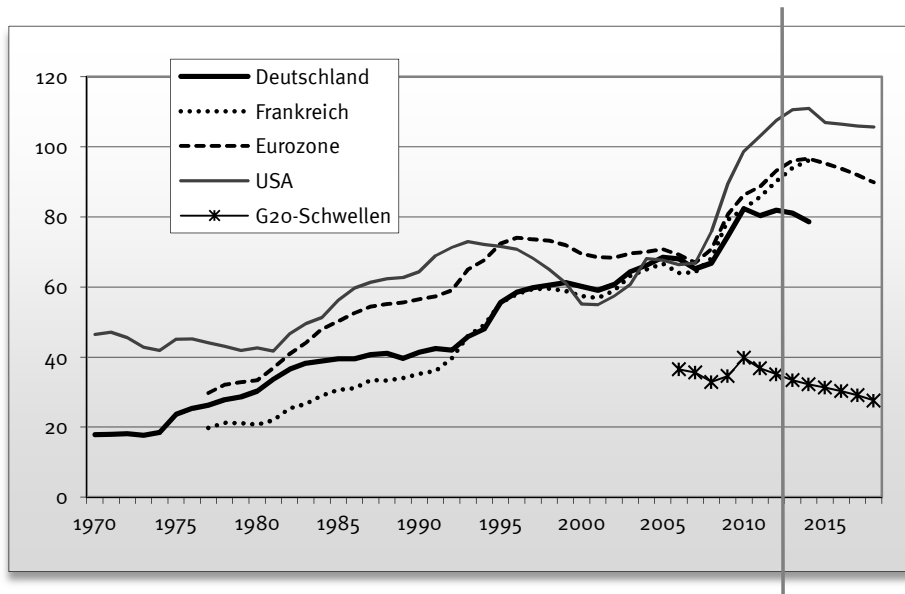
---

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

5 Technische Definition der Schuldentragfähigkeit: Primärüberschuss  $\geq$  (Zinssatz – Wachstumsrate) x Schuldenstand.

## SCHAUBILD 1

Staatsverschuldung (brutto) in Deutschland, Frankreich, der Eurozone, den USA und den 20 wichtigsten Schwellenländern von 1970 bis 2013 (in Prozent des BIP); von 2014 bis 2018 Projektionen des IWF



Quelle: Europäische Kommission: Statistical Annex of European Economy (Autumn 2013); Ab 2013 optimistische Prognose  
IWF: Fiscal Monitor, Taxing Times, October 2013.

*Ricardianischen Äquivalenz*<sup>6</sup> beiseite, so müsste der temporären Schuldenaufnahme zur Konjunkturanhebung 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 weder dann nicht über politisch unbequeme und der Machterhaltung abträgliche Steuererhöhungen, sondern über eine höhere Kreditaufnahme bedient. Höhere Verschuldung ist demnach das Ergebnis politischer Prozesse.<sup>7</sup> In der gegenwärtigen Krise wird sie zusätzlich als *Ultima Ratio* angesehen, um

6 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, sie die Budgetrestriktionen des Staates nicht erkennen und hoffen höhere Steuern künftig individuell umgehen zu können.

7 Vgl. Christa Anselmann: Auswege aus Staatsschuldenkrisen. Eine Untersuchung verschiedener Optionen anhand historischer Fallbeispiele, Marburg 2012, S. 47–51.

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.

### ... 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 Nachfragestimulierenden 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.<sup>8</sup>

## 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 drei Prozent des Haushaltsdefizits sowie 60 Prozent 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 den Platzen der Blasen im Bankensektor hängen, oder sie wanderten

8 Vgl. Markus Brunnermeier / Ricardo Reis / Gerald Braumberger: Ein Crashkurs für die Eurokrise, in: FAZ vom 17. Januar 2014, S. 12.

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

## 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)<sup>9</sup> bzw. für andere direkte Hilfgelder (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 (siehe Tabelle 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.<sup>10</sup> 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)<sup>11</sup> und mit den Forderungen der Deutschen Bundesbank

9 Der Eurorettungsschirm: ESM = European Stability Mechanism, Vorgänger: EFSF = European Financial Stability Facility.

10 185 Mio. Euro Zinseinnahmen des ESM September 2013, Focus, Money Online vom 3. Dezember 2013.

11 Angaben des »Haftungspegels« des ifo-Instituts München, abzurufen von der Web-Seite des Instituts ([www.ifo.de/de/w/3yvNcFyNC](http://www.ifo.de/de/w/3yvNcFyNC) – letzter Zugriff: 12.05.2014). 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 (siehe 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.

aus den Target 2-Salden.<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup>

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

	Ausgezahlt	Zugesagt	Potential	Deutsche Haftung	
				Ausgezahlt	Potential
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-Group Munich, Webseite, abgerufen am 12.04.2014.

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 verloren gehen und damit sich 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 aus den Zentralbankgewinnen (sog. Seigniorage<sup>14</sup>) langsam abzutragen.<sup>15</sup> Dadurch entstünden Mindereinnahmen für den Bundeshaushalt. Die Belastungen wären natürlich geringer, 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 Prozent<sup>16</sup>) 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 bei Verlust der Target 2-Forderungen oder der gekauften

12 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 Web-Seite der Bundesbank ([www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Unbarer\\_Zahlungsverkehr/target2\\_saldo.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/target2_saldo.html) – letzter Zugriff 12.05.2014).

13 Vgl. Hans-Werner Sinn: Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder, München 2012, S. 163–200.

14 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.

15 Vgl. Egon Görgens / Karlheinz Ruckriegel / Franz Seitz: Europäische Geldpolitik. Theorie, Empirie und Praxis, 6., vollst. neu bearb. Aufl., Konstanz/München 2014, S. 106–108; dort findet sich auch auf den Seiten 238–243 eine ausführliche Erklärung des Target 2-Systems.

16 Beim Ausscheiden von Staaten aus der Eurozone würde er sich entsprechend erhöhen.

Staatsanleihen sich mit einem Schlag die Bundes-schulden erhöhten. Dies gilt auch deshalb, weil eventuell nicht die gesamten Forderungen abge-schrieben werden müssen und man zudem nicht weiß, wie eine (Teil-)Auflösung der Währungsunion sich auf die anderen Bilanzpositionen der Zentral-bank auswirkt. Angesichts dieser erheblichen Risi-ken und Unwägbarkeiten wird seitens der Politik und der EZB alles unternommen, um den Austritt von einzelnen Euroländern oder sogar die Auflö-sung der Währungsunion zu vermeiden.

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

Seit einiger Zeit verbessern sich die Refinanzie-rungsbedingungen 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 Deutsch-lands Forderungen an die EZB: 450 Mrd. Euro) zurückgegangen. Normalisieren sich die Kapital-märkte, dann schmolzen die Salden fast gänzlich ab und sie wären Währungsgeschichte. Als schwere Hypothek bleiben jedoch die offiziell ausgewiese-nen Staatsschulden. Eine nachhaltige Entschärfung der Eurokrise ist deshalb nicht alleine mit ausgegli-chenen Staatsaushalten zu erreichen. Rein technisch gesehen, wäre dadurch zwar eine Schuldentragfä-higkeit erreicht, denn die Zinsen könnten bedient werden und die Rückstände stiegen nicht weiter. Wenn dies gleichzeitig noch von einem nennens-werten Wirtschaftswachstum begleitet wird, könn-ten die Schulden in Relation zum Sozialprodukt sinken. Letztlich ist dies die Hoffnung der europäi-schen Entschuldungsstrategie. Es kann jedoch ver-mutet werden, dass hohe Schulden negative volks-wirtschaftliche Folgen haben, auch wenn sich die Ökonomen nicht völlig einig sind. Empirische Un-tersuchungen von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff ergaben, dass eine Verschuldung des Staates von über 90 Prozent des BIP sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkt. Andere Autoren bezweifeln die Ergebnisse dieser Studie.<sup>17</sup> Neuere

17 Die Höhe dieses Schwellenwertes ist umstritten, denn die Ergebnisse einer einflussreichen Studie von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff beruhten auf einem Re-chenfehler. Erneute Untersuchungen der Autoren und

empirische Untersuchungen legen jedoch nahe, dass weniger ein bestimmter Schwellenwert als vielmehr der Verlauf der Verschuldung das Wirtschaftswachs-tum beeinflusst. Steigen die Verbindlichkeiten von einen hohem Niveau weiter an, dann lassen sich negative Wirkungen auf das Wirtschaftswachstum vermuten, während Länder mit hoher jedoch sin-kender Verschuldung durchaus ähnlich wachsen wie Länder mit niedrigeren Außenständen. Ein hoher Schuldenstand geht jedoch offensichtlich mit höheren Produktionsschwankungen und damit verbundenen Wohlfahrtsverlusten einher.<sup>18</sup> 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 Anlage-form begünstigt, gefährden doch hohe Zinsbelas-tungen (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

---

andere Analysen bestätigten jedoch trotzdem diese Werte, vgl. Carmen M. Reinhart / Kenneth S. Rogoff: Growth in a Time of Debt, in: American Economic Review: Papers and Proceedings, Vol. 100, Nr. 2 (May 2010), S. 573–578. Kritisiert werden diese Ergebnisse von: Thomas Herndon / Micheal Ash / Robert Polin: Does High Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, Political Economy Research Institute: Working Paper Series No. 322 (April 2013). Andere Un-tersuchungen bestätigen die negativen Effekte: Stephan G. Cecchetti / Madhusudan Mohanty / Fabrizio Zampolli: The Real Effect of Debt, Bank for International Settlements (BIS): BIS Working Papers No. 352 (September 2011) sowie: Manmohan Kumar / Jaejoon Woo: Public Debt and Growth, IMF Working Paper, No. 10/174 (July 2010).

18 Vgl. Andrea Pescatori / Damiano Sandri / John Simon: Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?, IMF Working Paper No. 14/34 (February 2014). Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch: Alexander Chudik / Kamiar Mohaddes / M. Hashem Pesaran / Mehdi Raissi: Debt, Inflation and Growth. Robust Estimation of Long-Run Ef-fects in Dynamic Panel Data Models, CESifo Working Paper No. 4508 (December 2013).

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 ausgeglichen 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 (gesamstaatliche Finanzierungssaldo, das heißt der aggregierte Haushalt von Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungen)<sup>19</sup> und Italien kann zumindest einen Primärüberschuss (dort sind Zinszahlungen nicht berücksichtigt) verbuchen. In den anderen Eurostaaten, 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 im beachtlichen 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.

---

19 Vgl. Monatsbericht des BMF April 2014, S. 6–13 (»Staatshaushalt dauerhaft ausgeglichen«), abzurufen von der Web-Seite des BMF ([www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/04/Downloads/monatsbericht\\_2014\\_04\\_deutsch.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/04/Downloads/monatsbericht_2014_04_deutsch.pdf?__blob=publicationFile&v=3) – letzter Zugriff: 12.05.2014).

### 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 Sozialproduktes. In Deutschland lag die explizite Staatsverschuldung im Jahr 2012 beispielsweise nach Berechnungen der EU-Kommission bei circa 81 Prozent des BIP, die implizite Staatsverschuldung jedoch bei circa 73 Prozent des BIP, das heißt es ergibt insgesamt eine sogenannte Nachhaltigkeitslücke von 154 Prozent des BIP. Bernd Raffelhüschen, einer der wissenschaftlichen Begründer dieses Generationenansatzes<sup>20</sup>, kommt in seinen auf einer breiteren Datenbasis beruhenden Berechnungen für Deutschland im Jahr 2013 sogar auf implizite staatliche Verbindlichkeiten von 147 Prozent des BIP. Unter Addition der expliziten Verschuldung ergibt dies dann eine Nachhaltigkeitslücke von insgesamt 227 Prozent des Sozialproduktes.<sup>21</sup> In fast allen europäischen Ländern (bis auf Italien mit einem relativ krisen- und demografiefesten Rentensystem) klappt bei der impliziten Staatsverschuldung eine beachtliche Nachhaltigkeitslücke (vgl. Schaubild 2).<sup>22</sup>

### Die hohe private Verschuldung verschärft die Situation zusätzlich

Es sind nicht alleine die öffentlichen, sondern auch die privaten Schulden, die in den letzten Jahren Sorge bereiten. Grundsätzlich sind Schulden von

---

20 Vgl. den grundlegenden Aufsatz: Bernd Raffelhüschen: Generation Accounting in Europe, in: *American Economic Review*, Vol. 89, No. 2 (May 1999), S. 167–170.

21 Vgl. Stiftung Marktwirtschaft: Bilanz ehrbarer Staaten? Pressemitteilung vom 28. November 2013.

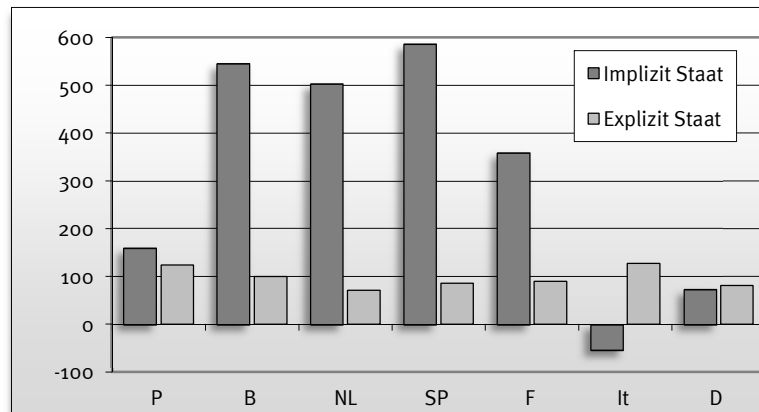
22 Stiftung Marktwirtschaft: Bilanz ehrbarer Staaten (online unter: [www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html](http://www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html) – letzter Zugriff: 12.05.2014); dort auch die Kurzfassung der Studie (03.12.2013): Ehrbare Staaten? EU-Nachhaltigkeitsranking 2013.



## SCHAUBILD 2

Verschuldung des Staates (explizit und implizit), der Haushalte und der Unternehmen in verschiedenen Ländern der Eurozone in 2012 (in Prozent des BIP)

Explizite und implizite Staatsverschuldung (in Prozent des BIP)

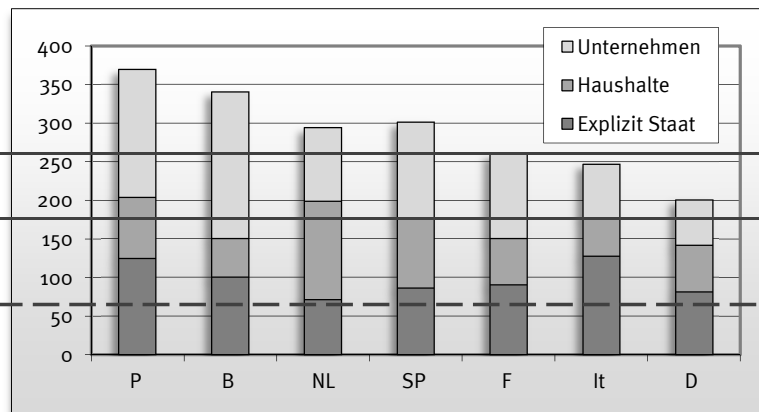


Verschuldung des Staates, der privaten Haushalte und Unternehmen (in Prozent des BIP)

Kritische Grenze 260 Prozent des BIP

Grenze der Nachhaltigkeit 180 Prozent des BIP

Grenze Maastricht-Vertrag 60 Prozent des BIP



Quelle: Europäische Kommission; IWF (2013): Fiscal Monitor, Taxing Times (October 2013).

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.<sup>23</sup> Ein Ende der spekulativen Ponzi-Finanzierung wäre gleichbedeutend mit einem Gesundshrumpfen des Finanzsektors. Beunruhigend ist, dass dieser Prozess kaum zu beobachten ist.

23 Vgl. Daniel Stelter: Ending the Era of Ponzi Finance. Ten Steps Developed Economies Must Take, The Boston Consulting Group, January 2013, S. 3 (online unter: [www.zerohedge.com/sites/default/files/images/users/imageroot/2012/12-2/BCG%20Ending%20Ponzi%20Finance.pdf](http://www.zerohedge.com/sites/default/files/images/users/imageroot/2012/12-2/BCG%20Ending%20Ponzi%20Finance.pdf) – letzter Zugriff: 12.05.2014). Der Begriff »Ponzi-Finanzierung« 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-amerikanische 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.

## 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 Prozent des BIP begleitet werden.<sup>24</sup> 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 aus der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) zugrunde, dann läge die wachstumshemmende Grenze der Gesamtverschuldung bei circa 260 Prozent des BIP (jeweils: Staat 85 Prozent, Unternehmen 90 Prozent und private Haushalte 85 Prozent des BIP).<sup>25</sup> Die deutsche Gesamtverschuldung liegt bei etwas über 200 Prozent des BIP, das heißt unter dieser Grenze. Orientiert man sich an der Verschuldungsgrenze des Maastricht-Vertrages von 60 Prozent des BIP und überträgt diese Regel auf den Privatsektor (jeweils Unternehmen und Haushalte getrennt), dann wäre eine Grenze von 180 Prozent des BIP als nachhaltig anzusehen.<sup>26</sup> Deutschland liegt etwas dar-

über, viele europäische Länder indes deutlich über den Schwellenwert (siehe Schaubild 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

24 Vgl. The Economist vom 26. Oktober 2013: Europe's Other Debt Crisis, S. 15 und im gleichen Heft: The Euro Crisis. Debtor's Prison, S. 69–72; sowie IMF Country Report No. 13/232 (July 2013): Euro Area Policies, dort Abschnitt: Indebtness and Delaveraging in the Euro Area, S. 46–71.

25 Vgl. Stephan G. Cecchetti / Madhusudan Mohanty / Fabrizio Zampolli: The Real Effect of Debt, Bank for International Settlements (BIS): BIS Working Papers No. 352 (September 2011), S. 34.

26 Die Maastrichtgrenze von 60 Prozent der Staatsverschuldung am BIP ergab sich aus der Überlegung, dass bei einem durchschnittlichen Zinsniveau von 5 Prozent, die Zinslast bei einer 60-prozentigen Staatsverschuldung 3 Prozent des BIP beträgt. Wächst die Wirtschaft mit 3 Prozent, 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 Prozent des Sozialproduktes.

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 alleine 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 Prozent und dann noch einmal weitere 10 Jahre einen von 3 Prozent des BIP erwirtschaften.

TABELLE 2: Fiskalische Anpassungsstrategie zur Erreichung des Schuldenstandes von 60 Prozent 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

Quelle: IWF: Fiscal Monitor, Taxing Times (October 2013).

Anmerkung: \* Primärbilanz: Saldo des Staatshaushaltes ohne Zinszahlungen.

In den Euro-Krisenländern sind noch größere Anstrengungen notwendig (vgl. Tabelle 2). Es ist fraglich, ob dies politisch 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 demografische Faktoren wirken negativ auf die Wachstumsaussichten. Die Schuldenstände könnten dennoch vermindert werden, wenn die fiskalischen Einschnitte entsprechend hart sind und Geldpolitik dies mit niedrigen Zinsen flankiert. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass zusätzlich die Exportnachfrage stimulierend wirkt.<sup>27</sup> Es müsste schon ein Produktivitätswunder in Kombination mit radikalen Strukturreformen geschehen, wenn dieser Weg den Krisenländern gelingen soll. Innerhalb des gemeinsamen Währungsraumes 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

27 S. Ali Abbas / Bernardin Akitoby / Jochen Andritz / Helge Berger / Takuji Komatsuzaki / Justin Tyson: Dealing with High Debt in an Era of Low Growth, IMF Staff Discussion Note No. 13/07 (September 2013), S. 16–20.

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 Prozent 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 Prozent, Deutschland 1,2 Prozent). Für den deutschen Kleinsparer mit typischem Festgeldkonto (Verzinsung für 1 Jahr zwischen 0,2 Prozent bis 1 Prozent) ist die finanzielle Repression bereits wirksam. Dies gilt auch bei lang laufenden deutschen Staatspapieren, denn deren Zinsen (Frühjahr 2014 bei 10 Jahren circa 1,6 Prozent) 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 Kapitalertragssteuer berücksichtigt. Aber kann er ausreichen, um sich nennenswert von den hohen Verbindlichkeiten zu befreien?

### ... aber nur äußerst langsam

Nach Berechnungen von Daniel Stelter benötigte Deutschland bei einer moderaten finanziellen Repression (nominal, das heißt mit Inflation, liegt das Wirtschaftswachstum ein Prozent über dem Zinsniveau) Deutschland 43 Jahre, um die kritische Grenze der öffentlichen und privaten Schulden von 180 Prozent des BIP zu erreichen, Irland sogar 80 Jahre.<sup>28</sup> Es ist wenig wahrscheinlich, dass dieser Weg vor allem bei hoch verschuldeten Eurostaaten aus-

reichen 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 Struktur-reformen durch eine Mischung aus Umschuldungen sowie direkter Restrukturierung von öffentlichen und privaten Verbindlichkeiten (das heißt auch Schuldenschnitte) zu ergänzen. Zudem 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<sup>29</sup> eingeführt bzw. verstärkt würden. Ein solches Vorgehen ist für Schwellenländer durchaus üblich, bisher bei Industrieländern jedoch ein Tabu.<sup>30</sup> Teilweise bestehen versteckte Kapitalverkehrskontrollen schon, 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.<sup>31</sup> Auch im Falle Griechenlands wurden Schul-

28 Vgl. Daniel Stelter: Die Billionen-Schuldenbombe, Weinheim 2013, S. 174f.

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

30 Vgl. Carmen M. Reinhart / Kenneth S. Rogoff: Financial and Sovereign Debt Crisis: Some Lessons Learned and Those Forgotten, IMF Working Paper No. 13/266 (Dezember 2013).

31 Vgl. Udaibar S. Das / Michael G. Papaioannou / Christoph Trebesch: Sovereign Debt Restructurings 1950–2010:

den privater Gläubiger (circa 11 Milliarden 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 Prozent des BIP zu erreichen.<sup>32</sup> Es brauchte wenig Fantasie sich auszumalen, welche desaströsen Folgen ein solcher 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.<sup>33</sup> Auch die Bundesbank diskutiert diese Option in ihrem Monatsbericht vom Januar 2014.<sup>34</sup> 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 Verbrauchs- und Einkommenssteuern, 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 Ver-

mögensabgabe 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 Prozent 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 könnte 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.<sup>35</sup> Aufgrund dieser Unwägbarkeiten und der Schwierigkeiten, eine solche Maßnahme faktisch »über Nacht« einzuführen, wird man diesen Weg nur bei einer unmittelbar drohenden Staatsinsolvenz be-

---

Literature Survey, Data, and Stylized Facts, IMF Working Paper No. 12/203 (August 2012).

32 Vgl. Daniel Stelter: Die Billionen-Schuldenbombe, Weinheim 2013, S. 168f.

33 Vgl. Stefan Bach: Vermögensabgaben – ein Beitrag zur Sanierung der Staatsfinanzen in Europa, in: DIW Wochenbericht Nr. 28/2012, S. 3–11; IWF: Fiscal Monitor, Taxing Times (October 2013), S. 49.

34 Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Januar 2014, 66. Jg, Nr. 1, S. 52–54.

35 Vgl. »EZB-Studie zu Wohlstand in Europa: Zypriener reicher als Deutsche«, Süddeutsche Zeitung vom 13. April 2013.

schreiten. Dies gilt umso mehr, als politische Risiken und verfassungsrechtliche Bedenken einzukalkulieren wären, denn damit ginge ein drastischer Eingriff in die Eigentumsrechte einher.

## 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 »delavering« begünstigen. Allein die vom IWF zum Schuldenabbau kalkulierten Primärüberschüsse des Haushaltes (siehe Tabelle 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 alter und neuer Schulden. Deshalb können die Erfahrungen der USA, die nach ihrer Gründung und dem Unab-

hängigkeitskrieg im Jahr 1790 die Schulden der einzelnen Bundesstaaten vergemeinschaftet haben, kaum als Beispiel dienen.<sup>36</sup> 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 spaltet 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.«<sup>37</sup>

### Dr. Wolfgang Quaiser

Akademie für Politische Bildung

82323 Tutzing

Telefon: 08158 256-55

E-Mail: w.quisser@apb-tutzing.de

---

36 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: Jahresgutachten 2011/12: Verantwortung für Europa wahrnehmen, dort Kapitel 3: Euroraum in der Krise, S. 77–127 und dort insbesondere S. 109–119. Das US-amerikanische Vorgehen wird sehr unterschiedlich beurteilt. Während Michael D. Brodo und Carlos A. Vegh es in dem Aufsatz: What if Alexander Hamilton Had Been Argentinean? A Comparison of the Early Monetary Experiences of Argentina and the United States, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 3 (2002), S. 459–494 als großen Erfolg sehen, beurteilen es andere weitaus kritischer, etwa: Hans-Werner Sinn: Die Target-Falle, München 2012, S. 351–354.

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