ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Matthes, Jürgen

Research Report

Wie tragfähig sind die Staatsschulden der vormaligen Krisenländer in Südeuropa? Analyse und Empfehlungen

IW-Report, No. 32/2017

Provided in Cooperation with:
German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Matthes, Jürgen (2017) : Wie tragfähig sind die Staatsschulden der vormaligen Krisenländer in Südeuropa? Analyse und Empfehlungen, IW-Report, No. 32/2017, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/170706

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

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

IW-Report · 32/2017

Wie tragfähig sind die Staatsschulden der vormaligen Krisenländer in Südeuropa?

Analyse und Empfehlungen

Autor:

Jürgen Matthes
Telefon: 0221 4981-754
E-Mail: matthes@iwkoeln.de

20. Oktober 2017

© Institut der deutschen Wirtschaft Köln
Postfach 101942 · 50459 Köln
Konrad-Adenauer-Ufer 21 · 50668 Köln
www.iwkoeln.de
Nachdruck erlaubt

iw.KÖLN.WISSEN
SCHAFFT KOMPETENZ.

Inhalt

Zusammenfassung 3
1. Einleitung und Vorgehensweise 4
2. Die drei Szenarien im Überblick 6
   2.1 Reales BIP-Wachstum 6
   2.2 Preissteigerung (Veränderung des BIP-Deflators) 7
   2.3 Durchschnittszins auf die Staatsschuld 8
   2.4 Öffentlicher Primärsaldo 9
3. Spanien 11
4. Italien 13
5. Portugal 15
6. Fazit 17
   6.1 Zusammenfassung 17
   6.2 Wirtschaftspolitische Empfehlungen 19
Literatur 24

JEL-Klassifikation:
F 34: Internationale Kreditvergabe und Schuldenprobleme
H6: Öffentlicher Haushalt, Defizit und Staatsverschuldung
O52: Europa

Zusammenfassung

Können die Staatsschulden Italiens, Spaniens und von Portugal auch dann noch als tragfähig erachtet werden, wenn das Zinsniveau wieder steigt und eine gemäßigte Rezession zu verkraften ist? Dieser Report kommt zu einem differenzierten Ergebnis für den Betrachtungszeitraum bis 2022, das von den Annahmen in drei relativ realistischen Szenarien abhängig ist. Einerseits bleiben die Staatsschuldenquoten nicht nur im verhalten pessimistischen Szenario (mit einer kurzen Rezession im Jahr 2019) hoch. Auch im Basisszenario (mit eher konservativen Annahmen) sinken sie in Italien kaum sowie in Portugal und Spanien nur in begrenztem Ausmaß. Lediglich im verhalten optimistischen Szenario erfolgt der Abbau der Staatsschuldenquoten etwas schneller. Doch auch hier würde es bei Italien und Portugal deutlich länger als bis zum Jahr 2022 dauern, bis die Marke von 100 Prozent des BIP unterschritten wird. Andererseits laufen die Staatsschuldenquoten unter den gewählten Annahmen, auch im eher pessimistischen Szenario, nicht aus dem Ruder. Wichtige Voraussetzung hierfür ist, dass die Fiskalpolitik vor allem in Italien (etwas abgeschwächt auch in Portugal und Spanien) mit moderatem Sparkurs auf eine schlechte wirtschaftliche Entwicklung reagiert. Die Höhe des zur Stabilisierung nötigen Primärüberschusses liegt mit unter 3 Prozent des BIP in einem durchaus erreichbaren Bereich. Daher besteht bei einem gewöhnlichen Konjunkturverlauf und normaler Politikreaktion kein Anlass für die Finanzmärkte, die Schuldenlasten als nicht tragfähig zu betrachten. Diese verhalten optimistische Einschätzung gilt freilich nicht, wenn es zu einer tieferen Krise, zu sich selbst erfüllenden Prophezeiungen am Finanzmarkt oder zu einer populistisch motivierten Verweigerung der nötigen Konsolidierung kommt.

Um die Verwundbarkeit durch die hohen Staatsschulden zu reduzieren und tiefere Krisen zu vermeiden, geht es vor allem um eine Stärkung der Wachstumskräfte durch Strukturreformen und durch den weiteren Abbau von Altlasten der Krise sowie um eine Vermeidung von konjunkturellen und finanziellen Überhitzungen. Zudem ist eine ambitioniertere Strategie für eine sozialverträgliche Konsolidierung nötig, auch um eine Rezession in erster Linie mit automatischen Stabilisatoren auf der nationalen Ebene zu bekämpfen. Wenn der Finanzmarkt dies nicht zulässt, sollte eine neue Art ESM-Light-Programm möglich sein, das einen Anstieg des Fiskaldefizits erlaubt, für das sich Staaten aber durch die Einhaltung der Fiskalregeln qualifizieren müssen. Um die durch die Staatsanleihekäufe der EZB geschwächte Marktdisziplin und damit die Konsolidierungsanreize zu erhöhen, sind Accountability Bonds sinnvoll. Zudem ist eine Wiederbelebung der No-Bailout-Klausel nötig. Dazu dürfen Banken nicht mehr so viele Staatsanleihen des eigenen Staates halten und es sind Änderungen der Collective Action Clauses in den Staatsanleihen nötig. Um Kriseneskalationen zu

vermeiden, müssen ESM-Hilfen auch für große Länder glaubwürdig sein. Daher sollten die Laufzeiten von Staatsanleihen bei einem ESM-Programm verlängert werden.

1. Einleitung und Vorgehensweise

Motivation und Einordnung

Die akute Phase der Euro-Schuldenkrise liegt bereits über fünf Jahre zurück. Der anschließende Aufschwung im Euroraum hat zunehmend an Breite gewonnen. Das dürfte sich so bald nicht ändern, darauf deutet das anhaltend positive Geschäftsklima im Euroraum hin. Aber wie stabil ist die ökonomische Lage wirklich (Blanchard/Zettelmeyer, 2017)? Zum einen bleibt abzuwarten, wie die Euroländer mit einem Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik und einer Aufwertung des Euro zurechtkommen – Sonderfaktoren, die den aktuellen Aufschwung begünstigt haben. Zum anderen überlagern die positiven Daten den noch aus der Krisenphase verbliebenen Schuldenüberhang im Privatsektor und bei der Staatsverschuldung. Vor allem die ehemaligen Krisenländer haben hier weiterhin mit erheblichen Altlasten zu kämpfen.

Dieser Beitrag widmet sich dem zweiten Aspekt und der Frage, wie fragil die hohen Staatsschulden die betreffenden Länder machen. Dazu wird die Schuldentragfähigkeit von Italien, Portugal und Spanien analysiert (zu Schuldentragfähigkeitsanalysen für Griechenland siehe Matthes, 2015a; 2016). In Italien und Portugal liegt die Staatsschuldenquote mit rund 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) sehr hoch, in Spanien beträgt sie rund 100 Prozent des BIP. In allen drei Ländern ging diese Quote in den vergangenen Jahren aufgrund nur begrenzter Konsolidierungsfortschritte kaum zurück. In Italien stieg sie sogar weiter leicht an – und das trotz eines zumindest moderaten Wachstums und extrem niedriger Zinsen. Damit stellt sich die Frage, ob die Staatsschulden dieser drei Länder auch dann noch tragfähig sind, wenn die Zinsen wieder steigen. Auch ist zu erörtern, ob mögliche Rezessionen die Schuldenquoten so stark aus dem Ruder laufen lassen würden, dass sich möglicherweise eine Zahlungsunfähigkeit einstellt.

Diese Aspekte haben eine große Relevanz für die Debatte über die Zukunftsfähigkeit der EWU-Architektur. So schlagen Befürworter einer stärkeren fiskalischen Integration zum Beispiel einen fiskalischen Stabilisierungsmechanismus, weitere Risikoteilungsmechanismen oder eine sichere Anlageform im Euroraum vor (European Commission, 2017a), die vermutlich mit einer partiellen Schuldenvergemeinschaftung verbunden wäre. Sie begründen ihre Vorschläge auch mit der vermeintlichen zu großen Fragilität der Schuldensituation. Dabei stellen sie vor allem infrage, ob sich hochverschuldete Staaten in Rezessionen noch am Finanzmarkt finanzieren können,

um über ein höheres Fiskaldefiizit automatische Stabilisatoren wirken zu lassen und so die Rezession überwinden zu können.

Die Einschätzung der Schuldentragfähigkeit spielt auch bei der Frage eine Rolle, ob Staatsanleihen bei der Bankenregulierung de-privilegiert werden sollen. Dieser Schritt ist ordnungspolitisch nötig, um den Staaten-Banken-Teufelskreis zu durchbrechen (Matthes et al., 2016; Demary/Matthes, 2017; Matthes/Iara, 2017). Doch dürfte ein solcher Schritt zu höheren Risikoprämien bei Staaten mit einer fragilen Schuldensituation führen. Die Befürworter eines solchen Schritts sehen dies positiv, weil so die Konsolidierungsanreize steigen. Gegner verweisen auf die Gefahr höherer Risikoprämien und sich daraus ergebende Rating-Downgrades, was letztlich in die Zahlungsunfähigkeit führen könnte. Vor diesem Hintergrund wird hier eine Schuldentragfähigkeitsanalyse vorgenommen, um einschätzen zu können, wie fragil die Situation wirklich ist.

Vorgehensweise

Die Veränderung der Staatsschuldenquote in Prozent des BIP (SQ) im Zeitpunkt t ergibt sich aus dem Durchschnittszins auf die Staatsschuld (i), der nominalen BIP-Veränderung (g), die sich aus der Veränderung von realem BIP und BIP-Deflator (Preissteigerung) ergibt, und dem öffentlichen Primärsaldo (PS) (Gottschalk, 2014):

$$SQ_t - SQ_{t-1} = \frac{i-g}{1+g} SQ_{t-1} - PS_t$$

Vereinfacht ausgedrückt steigt die Staatsschuldenquote dann, wenn der Durchschnittszins auf die Staatsschuld größer als das nominale BIP-Wachstum ist. Dann steigt der Zähler der Staatsschuldenquote (die Staatsschulden) schneller als der Nenner (das nominale BIP). Wenn dies der Fall ist, kann über einen hinreichend großen öffentlichen Primärüberschuss die Staatsschuldenquote trotzdem stabilisiert oder sogar gesenkt werden. Je höher also der Zins ist und je geringer das reale Wachstum und die Preissteigerung sind, desto größer muss der öffentliche Primärüberschuss sein. Alternativ hilft bei gegebenem Primärsaldo und Zins ein hinreichend hohes nominales BIP-Wachstum beim Abbau der Staatsschuldenquote.

Die hier vorgenommene Schuldentragfähigkeitsanalyse geht aus von der Datenlage gemäß Angaben des Internationalen Währungsfonds (IMF, 2017) in der Version der World Economic Outlook Database vom April 2017 (mit Juli-Update für Spanien und Italien für die Jahre 2017 und 2018) und der EU-Kommission gemäß der AMECO-Datenbank (European Commission, 2017b). Die Schätzungen der Staatsschuldenquoten reichen bis 2022, weil als Grundlage für das Basisszenario die Prognosen

des Internationalen Währungsfonds (IWF) verwendet werden, die nur bis zu diesem Zeitpunkt reichen.

Neben dem Basisszenario werden zwei weitere Szenarien verwendet: ein verhalten optimistisches und ein verhalten pessimistisches. Damit wird ein Erwartungskorridor für eine per Annahme moderate zukünftige Entwicklung angelegt. Für die drei betrachteten Länder werden in den jeweiligen Szenarien strukturell ähnliche Entwicklungen unterstellt. Wo es nötig erscheint, werden länderspezifische Anpassungen vorgenommen; zum Beispiel, um die Wirkung unterschiedlich hoher Schuldenstände und BIP-Wachstumsraten auf die Risikoprämien abzubilden. Annahmen zu Wachstum und Inflation werden – auf Basis der Grundorientierung an den IWF-Prognosen – mit Daten und Prognosen von Eurostat, der OECD und Consensus Forecasts auf Plausibilität geprüft und gegebenenfalls angepasst. Darüber hinaus werden die Wechselwirkungen zwischen den betrachteten Einflussfaktoren in Grundzügen berücksichtigt. Beispielsweise dürfte ein stärkeres Wirtschaftswachstum die Preissteigerung erhöhen und die Lage des öffentlichen Haushalts tendenziell verbessern. Auch die Zinsen dürften sinken, wenn unterstellt wird, dass in einem Aufschwung die Risikoprämien sinken und noch kein so starker Inflationsdruck aufkommt, dass er sich merklich in den Langfristzinsen niederschlägt. Es ist darauf hinzuweisen, dass die Kalibrierung der Annahmen nicht ohne ein gewisses Maß an subjektiver Einschätzung möglich ist.

2. Die drei Szenarien im Überblick

Im Folgenden werden die Annahmen der Szenarien dargestellt. Dabei wird ein Blick auf die vier relevanten Einflussfaktoren reales Wachstum, Preissteigerung, Zinsniveau und fiskalischer Primärsaldo geworfen, um die Stimmigkeit der Annahmen im direkten Ländervergleich zu plausibilisieren. Die Tabellen in den länderbezogenen Kapiteln 3 bis 5 machen die Annahmen im Detail transparent.

2.1 Reales BIP-Wachstum

Im **Basisszenario** wird die Prognose des IWF bis 2022 unterstellt, für Spanien und Italien auf Basis der aktualisierten Prognose vom Juli für 2017 und 2018. Für Portugal wird der IWF-Wert in diesen beiden Jahren um je 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert, da die Wirtschaftsentwicklung dort im ersten Halbjahr 2017 überraschend positiv verlief (Kapitel 4). Der IWF prognostiziert in den nachfolgenden Jahren für alle drei Länder einen (vermutlich vorwiegend demografisch bedingten) Wachstumsrückgang, der unterschiedlich stark ausgeprägt ist. Das Wirtschaftswachstum wird im

Jahr 2022 in Spanien auf 1,6 Prozent, aber in Portugal nur auf 1,0 Prozent und in Italien nur auf 0,9 Prozent geschätzt.

Im **verhalten optimistischen Szenario** wird ausgehend von der positiven aktuellen Entwicklung des BIP-Wachstums in den drei Ländern (Kapitel 3 bis 5) angenommen, dass diese höhere als vom IWF prognostizierte Dynamik noch mehrere Jahre anhält, sich aber auch allmählich abschwächt. Im Jahr 2022 wird damit ein reales BIP-Wachstum in allen drei Ländern angenommen, dass 0,4 Prozentpunkte höher als in der IWF-Prognose ist.

Im **verhalten pessimistischen Szenario** wird bei Spanien und Italien in den Jahren 2017 und 2018 ein um 0,2 Prozentpunkte niedrigeres Wachstum als beim IWF unterstellt. Bei Portugal wird die IWF-Prognose vom April 2017 verwendet, die die gute aktuelle Wachstumsdynamik im ersten Halbjahr 2017 noch nicht ausreichend berücksichtigt (Kapitel 4). Im Jahr 2019 wird für alle drei Staaten mit einem Rückgang des realen BIP von –0,5 Prozent eine moderate Rezession angenommen und im Jahr 2020 nur eine geringfügige Erholung des Wachstums auf 0,5 Prozent. Im Jahr 2021 erfolgt ein moderater Rebound auf ein Wachstumstempo, das in der Nähe der BIP-Entwicklung im Jahr 2018 vor der Rezession liegt. Im Jahr 2022 wird die eher konservative Prognose des IWF unterstellt.

2.2 Preissteigerung (Veränderung des BIP-Deflators)

Im **Basisszenario** wird die IWF-Prognose unterstellt. Ausgehend von dem derzeit (vor allem in Italien) recht niedrigen Niveau der Preissteigerung erwartet der IWF in allen Ländern einen leichten und allmählichen Anstieg der Preisdynamik. Damit erhöht sich der BIP-Deflator gemäß IWF im Jahr 2022 in Spanien um 1,8 Prozent, in Portugal um 1,7 Prozent und in Italien nur um 1,4 Prozent.

Im **verhalten optimistischen Szenario** wird fast durchweg eine um 0,2 Prozentpunkte höhere Preisdynamik unterstellt. Nur in Italien wird in den Jahren 2021 und 2022 eine um 0,3 Prozentpunkte stärkere Preissteigerung angenommen – auf dann immer noch moderate 1,7 Prozent.

Im **verhalten pessimistischen Szenario** wird in 2017 und 2018 eine um 0,2 Prozentpunkte geringere Preissteigerung als in der IWF-Prognose unterstellt. In der angenommenen Schwächephase der Jahre 2019 und 2020 wird von einer Konstanz des BIP-Deflators auf diesem niedrigeren Niveau ausgegangen. Da es damit nicht wie im Basisszenario zu einem leichten Anstieg der Preisdynamik in diesen Jahren kommt, nimmt die Kluft zwischen beiden Szenarien zu. In den beiden Folgejahren

erhöht sich die Preissteigerung aufgrund der wirtschaftlichen Erholung mit leicht zunehmender Dynamik annahmegemäß bis 2022 auf den Wert im Basisszenario.

2.3 Durchschnittszins auf die Staatsschuld

Im **Basisszenario** wird aufgrund des allmählichen Ausstiegs aus der extremen Niedrigzinsphase und zu einem kleineren Teil auch wegen der leicht anziehenden Inflation von einem moderaten Anstieg der Durchschnittszinsen auf die Staatsschuld ausgegangen. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte im Jahr 2018 die Staatsanleihezukäufe allmählich auslaufen lassen. Da sie aber die in ihrem Besitz befindlichen Staatspapiere bei deren Auslaufen auch danach für eine vermutlich längere Übergangsphase ersetzen wird, bleibt sie als Käufer am Markt noch deutlich länger relevant. Eine Erhöhung der Leitzinsen dürfte erst während oder sogar nach dem Auslaufen der zusätzlichen Ankäufe und auch dann nur sehr zurückhaltend erfolgen.

Der resultierende leichte Anstieg der kurzfristigen und langfristigen Zinsen am Markt wird sich allerdings nur verzögert im Durchschnittszins auf die Staatsschuld auswirken. Denn ein höheres Zinsniveau wird nur insoweit relevant, wie die Staaten auslaufende niedrig verzinste Schuldtitel, die in den vergangenen Jahren emittiert wurden, durch höher verzinste Staatsanleihen ersetzen müssen. Eine verzögerte Wirkung auf den Durchschnittszins entsteht zudem dadurch, dass Staatsanleihen mit langer Laufzeit, die vor längerer Zeit zu deutlich höheren Zinsen als derzeit emittiert wurden, bei Fälligkeit noch eine Zeit lang durch Schuldtitel mit niedriger Verzinsung ersetzt werden können.

Es wird daher angenommen, dass der Durchschnittszins in den Jahren 2017 und 2018 wie von der EU-Kommission angenommen noch geringfügig sinkt. In den Jahren ab 2019 wird in Spanien und Italien von einem Zinsanstieg von jeweils 0,2 Prozentpunkten ausgegangen, in Portugal ab dem Jahr 2020. Dort ist das durchschnittliche Zinsniveau bereits relativ hoch, weil die Risikoprämien auf portugiesische Staatsanleihen in jüngerer Zeit höher waren als in den anderen beiden Ländern. Da sich Portugal mit Blick auf Wachstum und Primärsaldo recht positiv entwickelt hat, wird angenommen, dass der Unterschied in den Risikoprämien sinkt, sodass dies dem allgemeinen Anstieg des Zinsniveaus entgegenwirkt. Damit steigt der Durchschnittszins von einem Tiefstand im Jahr 2018 bis 2022 annahmegemäß in Italien von 2,9 auf 3,7 Prozent, in Spanien von 2,6 auf 3,4 Prozent und in Portugal von 3,3 auf 3,9 Prozent.

Im **verhalten optimistischen Szenario** wird ebenfalls von einem Anstieg des Durchschnittszinses ausgegangen. Dieser fällt allerdings geringer aus als im Ba-

sisszenario (0,2 Prozentpunkte pro Jahr), weil angenommen wird, dass die Risikoprämien aufgrund einer positiveren Wirtschaftsentwicklung leicht zurückgehen. In Spanien wird ein Zinsanstieg ab 2019 um 0,10 Prozentpunkte pro Jahr unterstellt, in Italien ab 2019 um 0,15 Prozentpunkte und in Portugal ab 2020 um 0,125 Prozentpunkte. Die Unterschiede kommen dadurch zustande, dass das Auspreisen von Risikoprämien in Italien weniger wahrscheinlich ist als in Spanien und Portugal zwischen diesen beiden Polen liegt.

Im **verhalten pessimistischen Szenario** wirken zwei gegenläufige Effekte. Die schwache Wachstums- und Preisdynamik vermindert zwar tendenziell die Notwendigkeit für die EZB, die Zinsen zu erhöhen. Dem steht aber gegenüber, dass in der Phase der Wirtschaftsschwäche (2019 und 2020) mit einem nennenswerten Anstieg der Risikoprämien zu rechnen ist, der sich allerdings wie erläutert nur langsam im Durchschnittszins auf die Staatsschuld niederschlägt. Vor diesem Hintergrund wird angenommen, dass die Durchschnittsverzinsung in den Jahren 2017 und 2018 zwar zunächst so hoch wie im Basisszenario ist, es in den Krisenjahren aber zu einem deutlicheren Anstieg kommt, der je nach Land unterschiedlich hoch ausfällt. Für 2019 und 2020 wird für Spanien ein Anstieg von 0,3 Prozentpunkten pro Jahr unterstellt, für Italien von 0,4 Prozentpunkten pro Jahr und für Portugal von 0,35 Prozentpunkten pro Jahr.

Im Jahr 2020 ist der Durchschnittszins damit annahmegemäß deutlich höher als im Basisszenario. Es wird gleichwohl noch von einem leichten weiteren Anstieg ausgegangen, weil sich die Risikoprämien trotz der unterstellten wirtschaftlichen Erholung ab 2021 erst allmählich zurückbilden dürften. Zudem dürfte der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik auch zu einem – wenngleich etwas langsameren Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus führen. Denn es wird angenommen, dass die Wirtschaftsentwicklung in den Jahren 2019 und 2020 in Deutschland und Frankreich besser ist als in den hier betrachteten Ländern, sodass der Preisdruck im Durchschnitt des Euroraums auch in diesem Szenario zunimmt. Diese Effekte wirken sich erneut unterschiedlich auf die südeuropäischen Staaten aus. Insgesamt steigt der Durchschnittszins auf die Staatsschuld per Annahme zwischen dem Tiefpunkt in 2018 und dem Jahr 2022 in Spanien von 2,6 auf 3,6 Prozent, in Italien von 2,9 auf 4,0 Prozent und in Portugal von 3,3 auf 4,1 Prozent.

2.4 Öffentlicher Primärsaldo

Im **Basisszenario** wird für die Jahre 2017 und 2018 beim öffentlichen Primärsaldo die Prognose der EU-Kommission unterstellt. In den Folgejahren werden unterschiedliche Entwicklungen angenommen, je nachdem, wie die fiskalische Lage im

Jahr 2018 relativ zu den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts einzuordnen ist. In Spanien, das im Jahr 2018 noch ein geringes Primärdefizit von –0,1 Prozent des BIP aufweisen dürfte, wird in den Folgejahren von einer Verbesserung des Budgetsaldos von 0,2 Prozentpunkten pro Jahr ausgegangen. In Italien wird eine leicht fortschreitende Konsolidierung von 0,1 Prozentpunkten pro Jahr angenommen, ausgehend von einem erwarteten Primärüberschuss von 1,5 Prozentpunkten des BIP im Jahr 2018. Portugal, das in 2018 bereits einen Primärüberschuss von 2,2 Prozent des BIP verzeichnen dürfte, wird per Annahme die Konsolidierungsanstrengungen geringfügig lockern, sodass es zu einer Verschlechterung des Saldos von 0,1 Prozent pro Jahr kommt.

Im **verhalten optimistischen Szenario** wird grundsätzlich, aber auch aufgrund der höheren Wachstumsdynamik eine moderat bessere Lage des öffentlichen Haushalts unterstellt. Für Spanien und Italien wird angenommen, dass der Primärsaldo in den Jahren 2017 und 2018 um 0,2 Prozentpunkte des BIP höher liegt als im Basisszenario. Für Portugal wird aufgrund der sehr guten aktuellen Werte in den beiden Jahren keine Veränderung vorgenommen. In den Folgejahren verbessert sich der Primärsaldo per Annahme in Spanien (+0,25 Prozentpunkte pro Jahr) und Italien (+0,2 Prozentpunkte pro Jahr) etwas stärker. In Portugal verharrt er auf dem hohen Niveau von 2,2 Prozent des BIP im Jahr 2018 und geht nicht wie im Basisszenario zurück. Damit fällt der Primärüberschuss in diesem Szenario im Jahr 2022 in Spanien und Portugal um 0,4 Prozentpunkte höher aus als im Basisszenario. In Italien beträgt der Unterschied 0,6 Prozentpunkte, da hier berücksichtigt wird, dass der IWF in einer recht optimistischen Prognose für das Jahr 2022 einen Primärüberschuss von sogar 3,7 Prozent unterstellt. Die verschieden hohen Primärsalden am Ende des Betrachtungszeitraums spiegeln den unterschiedlich hohen Konsolidierungsdruck wider, der in Italien aufgrund des schwachen Wachstums und der hohen Staatsschulden am größten ist.

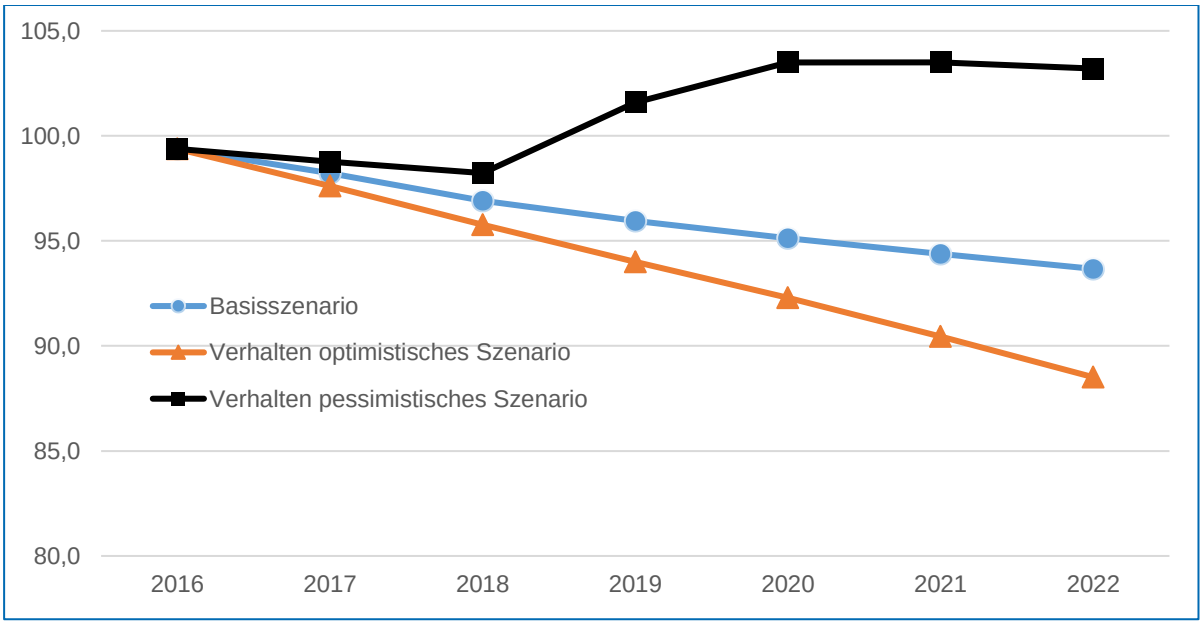
Im **verhalten pessimistischen Szenario** wird für alle drei Länder in den Jahren 2017 und 2018 ein um 0,2 Prozentpunkte niedrigerer öffentlicher Primärsaldo unterstellt als im Basisszenario. In den Jahren der (angenommenen) Wirtschaftsschwäche sinkt der Primärsaldo im Jahr 2019 um 1 Prozentpunkt gegenüber 2018 und erholt sich im Jahr 2020 aufgrund des gestiegenen Konsolidierungsdrucks per Annahme wieder um 0,6 bis 0,8 Prozentpunkte. Dieses fiskalische Bremsmanöver trägt mit dazu bei, dass die wirtschaftliche Erholung im Jahr 2020 nach der Rezession nur sehr gering bleibt. In den beiden Folgejahren verbessert sich der Primärsaldo aufgrund des disziplinierenden Drucks des Finanzmarktes annahmegemäß weiter, allerdings nur bis auf das im Jahr 2022 erreichte Niveau im Basisszenario (in Spanien leicht darunter). Diese Konsolidierung erfolgt zunächst im Jahr 2021 in einem kleineren Schritt, um den neuerlichen Aufschwung nicht zu sehr zu dämpfen, und dann im Jahr

2021, bei einer stärker selbsttragenden Wirtschaftsentwicklung, in einem etwas größeren Schritt.

3. Spanien

Die spanische Wirtschaft profitiert von den umfangreichen Strukturreformen in den Krisenjahren (Matthes, 2015b). Sie dürfte im Jahr 2017 im dritten Jahr in Folge mit einer Rate von real rund 3 Prozent sehr dynamisch wachsen. Im ersten und zweiten Quartal 2017 lag der Zuwachs des realen BIP erneut in dieser Größenordnung. Wichtige Konjunkturindikatoren wie die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern verharren im Herbst 2017 zumeist auf hohem Niveau. So lag zum Beispiel der Economic Sentiment Index der EU-Kommission im September 2017 bei 109,9 und damit auf dem höchsten Niveau seit Dezember 2015. Angesichts dieses Wachstumstempos hat sich auch die Preissteigerung des BIP-Deflators nach einer längeren Schwächephase auf rund 1,5 Prozent in diesem Jahr erholt. Das durchschnittliche Zinsniveau auf die Staatsschuld liegt mit 2,7 Prozent im Jahr 2017 nach EU-Angaben etwas niedriger als in Italien und Portugal, auch dies ist ein Ergebnis von Reformen und Wirtschaftsdynamik. Gewisse Schwächen zeigen sich dagegen noch bei der Lage des öffentlichen Haushalts. Nach einem Primärdefizit von 1,7 Prozent des BIP im Jahr 2016 dürfte auch in diesem Jahr (mit –0,6 Prozent des BIP) nach Schätzungen der EU-Kommission noch kein Primärüberschuss erreicht werden.

Abbildung 1: Schuldentragfähigkeitsszenarien für Spanien
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP



Angaben ab 2017 simuliert gemäß den Annahmen in Tabelle 1.
Quellen: EU-Kommission; IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Trotz dieses Schwachpunkts tragen vor allem das dynamische reale Wachstum und die moderate Inflation dazu bei, dass die (schon zuvor leicht rückläufige) Staatsschuldenquote im **Basisszenario** von 99,4 Prozent des BIP im Jahr 2016 bis 2022 auf rund 93,7 weiter abnimmt (Abbildung 1). Dabei ist, wie in Kapitel 2 erläutert, unterstellt, dass das Wachstumstempo leicht abnimmt, die Inflation und der Durchschnitt leicht steigen und sich die Lage des öffentlichen Haushalts in kleinen Schritten kontinuierlich verbessert (Tabelle 1). Im **verhalten optimistischen Szenario** geht die Schuldenquote bis 2022 schneller bis auf 88,5 Prozent des BIP zurück. Hier sind eine etwas geringere Abnahme des Wachstumstempos, ein etwas schnellerer Preisanstieg, ein kleinerer Zuwachs beim Durchschnittszins und eine etwas größere Verbesserung des Primärsaldos unterstellt. Im **verhalten pessimistischen Szenario**, bei dem ein schlechterer Verlauf der relevanten Indikatoren und eine vorübergehende Rezession angenommen wird, steigt die öffentliche Schuldenquote kurz auf 103,5 Prozent an, stabilisiert sich aber bei nur geringem Primärüberschuss wieder.

Tabelle 1: Szenarien für Spanien auf einen Blick
Angaben in Prozent

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Annahmen	**Basisszenario**						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	3,2	3,1	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	0,3	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	2,9	2,7	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	–1,7	–0,6	–0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**99,4**	**98,2**	**96,9**	**96,0**	**95,1**	**94,4**	**93,7**
	Verhalten optimistisches Szenario						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	3,2	3,3	2,8	2,4	2,2	2,1	2,0
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	0,3	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	2,9	2,7	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	–1,7	–0,4	0,1	0,3	0,6	0,8	1,1
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**99,4**	**97,6**	**95,8**	**94,0**	**92,3**	**90,5**	**88,5**
	Verhalten pessimistisches Szenario						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	3,2	2,9	2,2	–0,5	0,5	2,0	1,6
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	0,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	2,9	2,7	2,6	2,9	3,2	3,4	3,6
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	–1,7	–0,8	–0,3	–1,3	–0,5	–0,1	0,5
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**99,4**	**98,8**	**98,2**	**101,6**	**103,5**	**103,5**	**103,2**

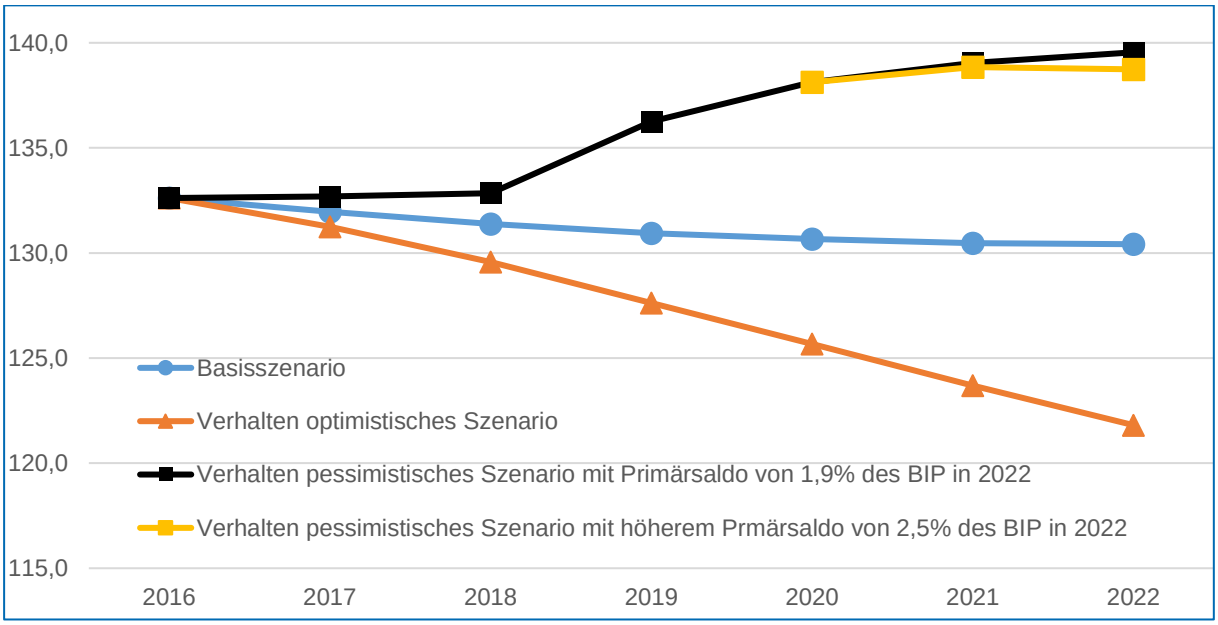
Quellen: EU-Kommission; IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

4. Italien

Das Wirtschaftswachstum in Italien kam zuletzt trotz einiger Strukturreformen nicht richtig in Gang, vor allem weil es durch die Altlasten der langen Krise im Banken- und Unternehmenssektor gehemmt wurde. Es erreichte im Jahr 2016 gerade einmal rund 1,0 Prozent. In den ersten beiden Quartalen des Jahres 2017 kam es aber zu einer leichten Beschleunigung mit einem Zuwachs des realen BIP von 1,2 und 1,5 Prozent im Vorjahresvergleich. Viele vorlaufende Konjunkturindikatoren sind zuletzt auf hohe Niveaus gestiegen. Der Economic Sentiment Index der EU-Kommission erreichte im September 2017 110,9 Punkte und lag damit so hoch wie zuletzt im Herbst 2006. Angesichts der bislang nur schwachen wirtschaftlichen Dynamik blieb die Preissteigerung des BIP-Deflators mit unter 1 Prozent bis 2016 allerdings noch sehr gering. Der Durchschnittszins auf die Staatsschuld beträgt nach Angaben der EU-Kommission im Jahr 2017 3,0 Prozent, auch weil Italien und die anderen betrachteten Staaten von der Niedrigzinsphase und den EZB-Anleihekäufen profitiert . Der öffentliche Primärsaldo ist – im Gegensatz zu Spanien – deutlich positiv mit 1,5 Prozent des BIP im Jahr 2016 und 1,7 Prozent im Jahr 2017.

Im **Basisszenario** sinkt die hohe (und zuletzt noch leicht gestiegene) italienische Staatsschuldenquote zwischen 2016 und 2022 nur sehr langsam von 132,6 auf 130,4 Prozent des BIP (Abbildung 2). Ursächlich dafür sind die Annahmen, dass reales Wachstum und Inflation nur sehr schwach bleiben, zugleich aber die Zinsen leicht steigen Tabelle 2.

Abbildung 2: Schuldentragfähigkeitsszenarien für Italien
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP



Angaben ab 2017 simuliert gemäß den Annahmen in Tabelle 2
Quellen: EU-Kommission IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Im **verhalten optimistischen Szenario** werden etwas positivere, aber immer noch recht zurückhaltende Annahmen gesetzt. Mit knapp 1,5 Prozent im Jahresdurchschnitt wird ein höheres Wirtschaftswachstum als im Basisszenario unterstellt, das aber in etwa dem Jahresdurchschnitt im Zeitraum 1998 bis 2007 entspricht. Auch die Inflation steigt etwas stärker, aber bis 2022 nur auf 1,7 Prozent. Der Durchschnittszins nimmt ebenfalls zu, aber etwas weniger stark. Und der Primärsaldo erhöht sich bis 2022 auf bis zu 2,5 Prozent des BIP. Mit diesen Annahmen sinkt die Staatsschuldenquote deutlich stärker auf knapp 122 Prozent des BIP im Jahr 2022.

Im **verhalten pessimistischen Szenario** mit schlechteren Annahmen als im Basisszenario und einer Rezession steigt die Staatsschuldenquote nach 2020 weiter an. Bei schwachem Wachstum und Inflation sowie höheren Zinsen reicht ein Primärüberschuss von 1,9 Prozent des BIP also nicht zur Stabilisierung aus. Dies würde aber mit einem noch moderaten Primärüberschuss von 2,5 Prozent des BIP erreicht.

Tabelle 2 : Szenarien für Italien auf einen Blick
Angaben in Prozent

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Annahmen	**Basisszenario**						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	0,9	1,3	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	0,8	0,9	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	3,1	3,0	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	1,5	1,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**132,6**	**132,0**	**131,4**	**130,9**	**130,7**	**130,5**	**130,4**
	Verhalten optimistisches Szenario						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	0,8	1,1	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	3,1	3,0	2,9	3,1	3,2	3,4	3,5
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	1,4	1,9	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**132,6**	**131,2**	**129,6**	**127,6**	**125,7**	**123,7**	**121,8**
	Verhalten pessimistisches Szenario						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	0,8	1,1	0,8	-0,5	0,5	1,0	0,9
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	0,8	0,7	1,0	1,0	1,0	1,2	1,4
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	3,1	3,0	2,9	3,3	3,7	3,9	4,0
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	1,5	1,5	1,3	0,3	1,1	1,4	1,9
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**132,6**	**132,7**	**132,8**	**136,3**	**138,1**	**139,0**	**139,5**

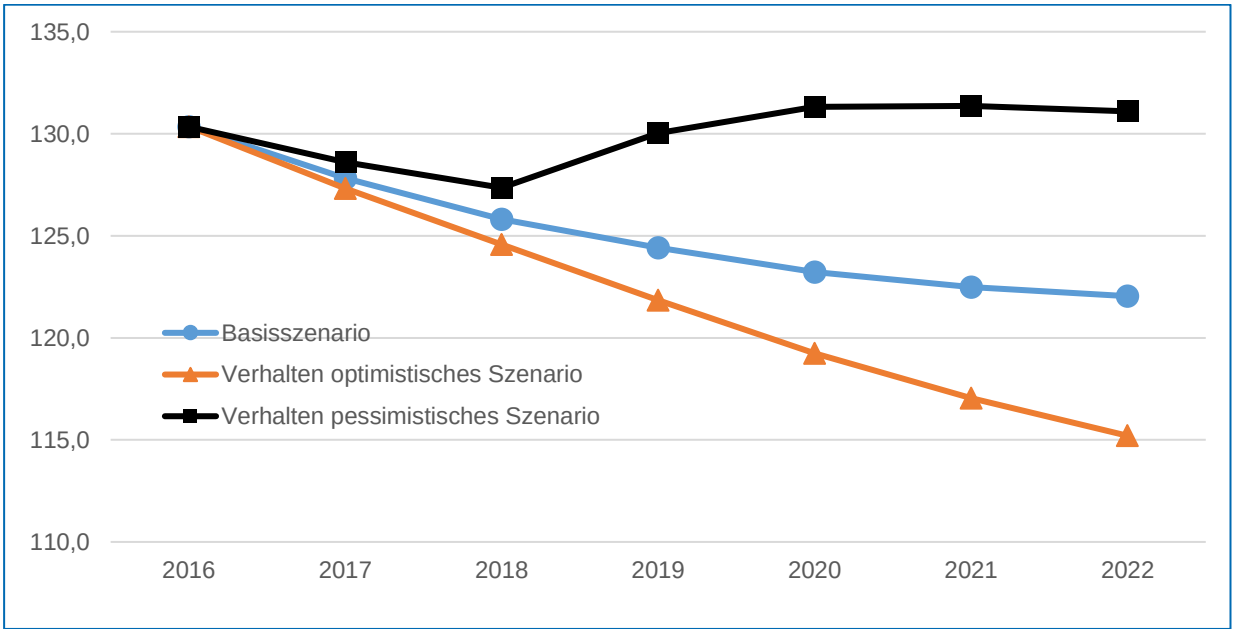
Quellen: EU-Kommission; IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

5. Portugal

Portugals Wirtschaft wuchs in den vergangenen beiden Jahren – auch dank der Strukturreformen in den Krisenjahren (Matthes, 2015b) – mit rund 1,5 Prozent pro Jahr in recht ansehnlichem Tempo. Die Dynamik hat sich im ersten Halbjahr 2017 noch deutlich weiter erhöht mit einer Zuwachsrate von knapp 3 Prozent im Vorjahresvergleich. Auch die vorlaufenden Konjunkturindikatoren zeigen ein überwiegend positives Bild. Der Economic Sentiment Index der EU-Kommission zum Beispiel erreichte im September 2017 mit 114,4 ein so hohes Niveau wie zuletzt im März 2000. Die Preissteigerung des BIP-Deflators bleibt in diesem Jahr mit 1,4 Prozent (IWF-Prognose) aber voraussichtlich noch recht schwach. Aufgrund der relativ hohen Risikoprämien liegt der Durchschnittszins mit 3,4 Prozent im Jahr 2017 trotz der Niedrigzinsphase relativ hoch. Mit einem Primärüberschuss von 2,4 Prozent des BIP (2017) schneidet Portugal unter den drei betrachteten Ländern am besten ab.

Im **Basisszenario** verringert sich die Staatsschuldenquote von 130,4 Prozent im Jahr 2016 recht deutlich auf 122 Prozent im Jahr 2022 (Abbildung 3). Dabei ist angesichts der aktuell dynamischen Entwicklung nur ein recht geringes reales BIP-Wachstum und eine nur bis auf 1,7 Prozent im Jahr 2022 zunehmende Preissteigerung unterstellt (Tabelle 3). Gleichzeitig erhöhen sich die Zinsen trotz des schon relativ hohen Niveaus moderat weiter und der Primärüberschuss nimmt leicht, aber kontinuierlich ab.

Abbildung 3: Schuldentragfähigkeitsszenarien für Portugal
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP



Angaben ab 2017 simuliert gemäß den Annahmen in Tabelle 3.
Quellen: EU-Kommission; IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Im **verhalten optimistischen Szenario** wird ein deutlich höheres reales Wachstum unterstellt, das sich auch für die kommenden Jahre an der aktuellen Dynamik orientiert und dann wie im Basisszenario wieder abnimmt. Daher steigt die Preissteigerung auch zeitnah schon in 2017 etwas stärker an, die Zinsen wegen einer Abnahme der Risikoprämien aber weniger. Der Primärsaldo verharrt auf hohem Niveau. Damit sinkt die öffentliche Schuldenquote deutlich schneller und stärker auf rund 115 Prozent des BIP im Jahr 2022.

Im **verhalten pessimistischen Szenario** sind reales Wachstum und Preissteigerung auch schon ab 2017 deutlich geringer und es kommt noch die unterstellte Schwächephase 2019/2020 hinzu, die nur in eine moderate Erholung mündet. Unter diesen Annahmen steigt die Staatsschuldenquote wegen der Rezession kurzzeitig wieder auf über 131 Prozent des BIP an. Ein Primärüberschuss von 2,0 Prozent des BIP reicht aber aus, um die Staatsschuldenquote zu stabilisieren.

Tabelle 3 : Szenarien für Portugal auf einen Blick
Angaben in Prozent

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Annahmen	**Basisszenario**						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	1,4	1,9	1,7	1,2	1,1	1,0	1,0
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	1,6	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	1,7
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	3,4	3,3	3,3	3,3	3,5	3,7	3,9
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	2,2	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**130,4**	**127,8**	**125,8**	**124,4**	**123,2**	**122,5**	**122,0**
	Verhalten optimistisches Szenario						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	1,4	2,2	2,1	2,0	1,8	1,6	1,4
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	1,6	1,6	1,6	1,7	1,9	1,9	1,9
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	3,4	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	2,2	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**130,4**	**127,3**	**124,6**	**121,8**	**119,2**	**117,0**	**115,2**
	Verhalten pessimistisches Szenario						
Veränderung des realen BIP ggü. Vorjahr	1,4	1,7	1,5	–0,5	0,5	1,3	1,0
Veränderung des BIP-Deflators ggü. Vorjahr	1,6	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,7
Durchschnittszins auf die Staatsschuld	3,4	3,3	3,3	3,6	4,0	4,1	4,1
Öffentlicher Primärsaldo in Prozent des BIP	2,2	2,2	2,0	1,0	1,6	1,7	2,0
Öffentlicher Schuldenstand in Prozent des BIP	**130,4**	**128,6**	**127,4**	**130,0**	**131,3**	**131,4**	**131,1**

Quellen: EU-Kommission; IWF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

6. Fazit

6.1 Zusammenfassung

Die hier vorgenommenen Schuldentragfähigkeitsanalysen sind naturgemäß von den getroffenen Annahmen abhängig, sodass ihre Ergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren sind. Es wurden aber in allen drei Szenarien realistische Annahmen (aus Sicht des Autors) verwendet, sodass die Bandbreite der Szenarien somit eher klein ist.

Vor diesem Hintergrund kommt dieser IW-Report zu einem differenzierten Ergebnis mit Blick auf die Frage nach der Fragilität der hohen Schuldenquoten in den betrachteten drei südeuropäischen Ländern.

Einerseits bleiben die Staatsschuldenquoten über einen längeren Zeitraum hoch:

- Dies gilt in bedenklichem Ausmaß im verhalten pessimistischen Szenario. Aber auch im Basisszenario sinken die öffentlichen Schuldenquoten bis zum Ende des Betrachtungszeitraums in Italien kaum sowie in Portugal und Spanien nur in begrenztem Ausmaß. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass die Annahmen des Basisszenarios als recht konservativ anzusehen sind.
- Im verhalten optimistischen Szenario erfolgt der Abbau der Staatsschuldenquoten etwas schneller. Dabei erscheinen die unterstellten Annahmen angesichts der aktuellen Konjunkturaussichten nicht unbedingt unrealistisch. Positiv kommt noch hinzu, dass ein sich zunehmend selbsttragender Aufschwung auch verstetigende angebotsseitige Wachstumsimpulse generiert, indem durch den Abbau der Arbeitslosigkeit das Arbeitsvolumen wieder steigt. Doch auch in diesem Szenario ist die für die Schuldendynamik wichtige Zins-Wachstums-Differenz (r–g) in Italien und Portugal im Jahr 2022 positiv – ohne einen Primärüberschuss würde die Staatsschuldenquote daher weiter steigen. Diese Konstellation trägt auch dazu bei, dass es bei Italien und Portugal auch im optimistischen Szenario lange dauern würde, bis ihre Staatsschuldenquoten wieder unter die Marke von 100 Prozent des BIP sinken.

Andererseits laufen die Staatsschuldenquoten unter den gewählten Annahmen nicht aus dem Ruder:

- Dies gilt auch dann, wenn eher pessimistische Annahmen unterstellt werden: steigende Zinsen, geringes nominales Wachstum und sogar eine temporär begrenzte Rezession. Voraussetzung ist aber, dass die Fiskalpolitik vor allem in Italien (und etwas abgeschwächt auch in Portugal und Spanien) mit moderatem

Sparkurs auf eine solche schlechte wirtschaftliche Entwicklung reagiert, zum Beispiel, weil sie anderenfalls den disziplinierenden Druck der Finanzmärkte fürchtet.

- Die Höhe des zur Stabilisierung nötigen Primärüberschusses liegt mit unter 3 Prozent des BIP aber in einem durchaus erreichbaren Bereich. Gemäß Bencek und Klodt (2011) haben die betrachteten Länder (mit verfügbaren Daten in der OECD-Statistik) im Zeitraum 1980 bis 2010 in mehr als 20 Prozent der 712 Beobachtungen einen Primärüberschuss von über mindestens 2 bis 3 Prozent des BIP erreicht. Primärüberschüsse von über 3 Prozent des BIP wurden demnach in rund 10 Prozent der Fälle erreicht.
- Zur Stabilisierung der Schuldenquoten trägt auch ein systemimmanenter kompensierender Effekt bei. Denn ein Zinsanstieg, der die Schuldenquote ansteigen lässt, geht in der Regel Hand in Hand mit einem Anstieg des nominalen Wachstums, was zu einer Senkung der Quote beiträgt. Anders formuliert: Die EZB hebt die Zinsen nur in dem Maß an, wie Wachstum und Inflation im Euroraum zunehmen und sich verstetigen.
- Insgesamt gesehen besteht bei einem gewöhnlichen Konjunkturverlauf (mit einer zwischenzeitlich moderaten Rezession) und bei einer normal reagierenden Fiskalpolitik kein Anlass für die Finanzmärkte, die Schuldenlasten in den betrachteten Ländern als nicht tragfähig zu betrachten.

Vor diesem Hintergrund drohen gleichwohl mehrere Risiken:

- So könnte eine hohe Nervosität am Finanzmarkt auch ohne tiefere Krisen zu sich selbsterfüllenden Prophezeiungen führen, indem Risikoprämien auf Staatsanleihen so stark steigen (und Ratings daraufhin herabgesetzt werden), dass die Schuldentragfähigkeit gefährdet wird. Ein solches „schlechtes“ Gleichgewicht ist denkbar, obwohl sich die Staatsschuldenquoten auch in dem eher pessimistischen Szenario (unter nicht extremen Annahmen) wieder stabilisieren.
- Es könnte zu einer tieferen und länger anhaltenden Wirtschaftskrise kommen, als es hier in der ungünstigsten Variante angenommen wird, weil sich zuvor neue makroökonomische oder finanzielle Ungleichgewichte herausgebildet haben, wie dies bis vor den Wirtschaftskrisen ab 2008 der Fall war.
- Populistische Parteien könnten an die Regierung kommen und den Sparkurs aufkündigen, sodass ohne hinreichende Primärüberschüsse die Schuldentragfähigkeit nicht mehr gewährleistet wäre (Blanchard/Zettelmeyer, 2017). In den beiden letztgenannten Fällen ist zudem mit einem Anstieg der Risikoprämien zu rechnen, was die Situation noch weiter verschärfen würde.

6.2 Wirtschaftspolitische Empfehlungen

Um diese Herausforderungen zu meistern, muss erstens die Verwundbarkeit durch die hohen Staatsschulden so zügig wie möglich und sinnvoll reduziert werden. Zweitens geht es darum, die Gefahren von zwischenzeitlichen Krisen zu mindern und zugleich die Krisenresilienz der Staaten zu stärken.

Schuldenabbau

Der Abbau der Staatsverschuldung sollte angesichts eines allmählich wieder steigenden Zinsniveaus vor allem durch eine Stärkung der Wachstumskräfte und eine ambitioniertere Strategie für eine wachstumsfreundliche und sozialverträgliche Konsolidierung erfolgen.

Die **Stärkung der Wachstumskräfte** ist zentral dafür, die Zins-Wachstumsdifferenz (r–g) als zentrale Stellschraube der Schuldenquotendynamik zu verbessern. Darüber hinaus trägt ein höheres Wachstum auch zu einer Steigerung der Inflation und zu einem Abbau von Risikoprämien auf Staatsanleihen bei. Beides verbessert ebenfalls tendenziell die Staatsschuldenquote.

Zentrale Ansatzpunkte für ein höheres Wachstumspotenzial sind

- **Strukturreformen** auf den Arbeits- und Produktmärkten (Matthes, 2015b), die durch geeignete Konzeption, Kombination und Abfolge mit Blick auf ihre Effektivität, Durchsetzbarkeit und Sozialverträglichkeit optimiert werden sollten (European Commission, 2017c).
- **Zukunftsorientierte Investitionen** in Bildung, Forschung und Infrastruktur.
- Ein zügigerer **Abbau der Krisen-Altlasten**: Dabei sollten vor allem in Italien und Portugal die Privatverschuldung und die notleidenden Kredite in den Bilanzen der betroffenen Banken schneller reduziert werden, um diese Wachstumsbremse zu lösen. Gegebenenfalls kann die Bereinigung im Bankensystem wie in Spanien durch ein Finanzsektorprogramm des ESM begleitet werden.

Eine **ambitionierte Konsolidierungsstrategie** ist nötig, um die Schuldenquoten rascher zurückzuführen und zugleich für die nächste Krise vorzusorgen (siehe unten). Es geht nun darum, den aktuellen Aufschwung zu nutzen, um Finanzpuffer für die nächste Krise anzulegen. Dabei sollte die Konsolidierung wachstumsfreundlich und sozialverträglich gestaltet werden (Kolev/Matthes, 2013).

Ansätze für eine ehrgeizigere und kluge Konsolidierungspolitik sind Folgende:

- Die **Befolgung der europäischen Fiskalregeln** im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) und im Fiskalpakt ist zu verbessern. Einwände von Befürwortern einer expansiveren Fiskalpolitik, eine stärkere Konsolidierung würde die Konjunktur zu sehr beeinträchtigen, haben angesichts des sich stabilisierenden Aufschwungs im Euroraum immer weniger Berechtigung. Auch die Sorge, dass fiskalische Ausgabenkürzungen die Möglichkeit von staatlichen Zukunftsinvestitionen zu sehr einschränken, ist zu relativieren. Denn mit gründlichen Ausgabenüberprüfungen („spending reviews“) lassen sich zahlreiche Umschichtungsmöglichkeiten im staatlichen Budget finden (Kolev/Matthes, 2013). Dabei gilt es vor allem, solche konsumtiven Ausgaben zugunsten von investiven Ausgaben zu kürzen, die beispielsweise im Sozialsystem zu wenig zielgenau sind und nicht auf die wirklich Bedürftigen fokussieren. Die Erwartungen an eine striktere Befolgung des SWP sollten aber nicht zu optimistisch sein, wie die bisherige Erfahrung belegt. Ein Ansatz, um die Regelbefolgung zu erhöhen, könnte sein, positive Anreize zu setzen. Diese könnten darin bestehen, dass der Zugang zu einer zusätzlichen Form der Risikoteilung nur unter der Bedingung gewährt wird, dass der SWP eingehalten wird (siehe unten).
- Die effektivste Methode, um eine stärkere und sachgerechte Konsolidierung zu erreichen, liegt in einer **Stärkung der Marktdisziplin**. Dieser Mechanismus ist derzeit dadurch beeinträchtigt, dass die EZB im Rahmen ihrer Geldpolitik in großem Maß Staatsanleihen der Euroländer kauft. Auch nach dem Ende der Bestandsaufstockung, das in näherer Zukunft anstehen dürfte, wird die EZB am Staatsanleihenmarkt als einflussreicher Käufer aktiv bleiben, weil sie den Bestand noch eine gewisse Zeit konstant halten und daher auslaufende Anleihen nachkaufen wird. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass schon die Debatte über einen Ausstieg der EZB zu einer leichten Unruhe am Markt für Staatsanleihen führen könnte.

  Grundsätzlich stellt sich aber die Frage, wie sehr die Marktdisziplin dadurch beeinträchtigt ist, dass Zweifel an der **Gültigkeit der No-Bailout-Klausel** bestehen, weil die Finanzmarktteilnehmer einen Staatsbankrott und den damit einhergehenden Forderungsverlust für unwahrscheinlich halten, da sie mit einer Rettung des betreffenden Staates durch die anderen Euroländer rechnen. Ein wesentliches Hindernis für einen Staatsbankrott besteht vor allem darin, dass dabei das Bankensystem auch in eine tiefe Krise gestoßen würde, weil Banken häufig die Anleihen ihres eigenen Souveräns halten, weil diese regulatorisch privilegiert werden. Daher liegt eine äußerst dringliche Aufgabe der Wirtschaftspolitik darin, dieses Exposure zu reduzieren und damit den **Staaten-Banken-Nexus** (Matthes et al., 2016). Hierzu bestehen verschiedene Möglichkeiten: Zumindest sollten hinreichend enge Obergrenzen für das Halten von Staatsanleihen durch Banken defi-

niert werden. Darüber hinaus ist auch an eine risikoadäquate Kapitalunterlegung und an eine Einschränkung der Liquiditätsprivilegierung von Staatsanleihen zu denken. Allerdings könnte es dann nötig sein, eine neue Form von sicheren Anleihen einzuführen, damit Banken ein hinreichendes Volumen an Sicherheiten haben, um ihre Refinanzierung sicherzustellen.
Darüber hinaus sollte ein potenzieller Staatsbankrott effektiv und rechtlich verlässlich abwickelbar sein. Eine Mindestmaßnahme besteht darin, die Abstimmungsregeln in den **Abstimmungsregeln für Gläubiger (Collective Action Clauses)** zu ändern. Und zwar in der Weise, dass einzelne Investoren („hold outs“) ein ausverhandeltes Umschuldungsübereinkommen zwischen dem bankrotten Staat und allen Gläubigern nicht mehr blockieren können, sondern von einer qualifizierten Mehrheit der übrigen Gläubiger überstimmt werden können. Dazu sollte es nur eine einzige Abstimmung („single limb aggregation“) geben und nicht wie bislang vorgesehen zahlreiche Abstimmungen für einzelne Ausgabetranchen von Staatsanleihen. Darüber hinaus ist mittelfristig die Einführung eines formellen stufenweisen Insolvenzverfahrens sinnvoll, das beim ESM angesiedelt werden könnte (Matthes/Schuster, 2015) oder bei einem zu gründenden Europäischen Währungsfonds (Matthes, 2017). Es sollte allerdings kein Automatismus zur Auslösung eines Staatsbankrotts verwendet werden.

- Der Vorschlag, eine Art von **Accountability Bonds** (Fuest, 2017) einzuführen, ist sinnvoll. Dabei dürfen Staaten, die das (durch den Fiskalpakt für höher verschuldete Staaten) vorgegebene strukturelle Fiskaldefizitziel von 0,5 Prozent des BIP überschreiten, für die über diese Grenze hinausgehende laufende Defizitfinanzierung nur nachrangige Anleihen verwenden. Die genaue Ausgestaltung der Nachrangigkeit, der Defizitgrenze und von Übergangsregeln muss zwar noch diskutiert werden, auch mit dem Ziel, eine Absetzbarkeit am Finanzmarkt sicherzustellen. Aber die Grundidee ist gut, weil eine solche Reform sowohl den Anreiz zur Einhaltung des SWP erhöht als auch die Marktdisziplin stärkt.
- Es ist nachvollziehbar, dass hochverschuldete Staaten solchen Überlegungen zur Stärkung der Marktdisziplin kritisch gegenüberstehen. Sie befürchten durch derartige Diskussionen Unruhe am Finanzmarkt und einen deutlichen Anstieg der Risikoprämien, der ihre Schuldentragfähigkeit beeinträchtigen könnte. Bei der Abwägung zwischen Relevanz und Unruhepotenzial lässt sich eine Rangfolge der Reformen vorschlagen. Die stark technisch geprägte Änderung der Collective Action Clauses sollte zuerst in Angriff genommen werden. Auch die Einführung einer Art von Accountability Bonds ist bald zu diskutieren, weil sie nur für einen Teil der neu auszugebenden Anleihen gelten. Ein formelles Insolvenzverfahren für Staaten ist dagegen eher ein mittelfristiges Projekt. Auch ohne ein solches ist ein Staatsbankrott abwickelbar, wenngleich mit mehr Unsicherheit als nötig.

Stärkung der Krisenresilienz

Diese Studie ermittelt im verhalten pessimistischen Szenario unter den getroffenen Annahmen – vor allem einer leichten Rezession – keine Gefährdung der Schuldentragfähigkeit. Stärkere Wirtschaftskrisen könnten dies tun. Daher muss ein vorrangiges Ziel der Wirtschaftspolitik darin liegen, das Krisenpotenzial zu mindern und so effektiv wie möglich mit kommenden Krisen umzugehen. Nur dann ist eine hinreichende Krisenresilienz erreichbar:

- Zur **Minderung des Krisenpotenzials** müssen makroökonomische Überhitzungen verhindert werden. Dazu sollte vor allem am Finanzsystem angesetzt werden, um einen angesichts extrem niedriger Zinsen drohenden Finanzzyklusboom zu verhindern. Mit Makroökonomischer Überwachung, vor allem der einheitlichen Finanzaufsicht der EZB, und neuen makroprudenziellen Maßnahmen stehen wichtige Instrumente zur Verfügung, die aktiv genutzt werden müssen (Matthes et al., 2016). Auch der zuvor schon angemahnte Abbau der notleidenden Bankkredite und die Entkoppelung des Staaten-Banken-Nexus sind entscheidende Maßnahmen in dieser Hinsicht.
- Zur **Verhinderung selbsterfüllender Prophezeiungen** in übernervösen Finanzmärkten dienen die Krisenmechanismen ESM, OMT und Target2 (Matthes et al., 2016). Sie können ihr Ziel, ein ungerechtfertigtes Abgleiten eines eigentlich solventen Staates in ein „schlechtes“ Gleichgewicht zu verhindern, aber nur bewirken, wenn sie als glaubwürdig wahrgenommen werden. Für große und hochverschuldete Eurostaaten reicht der Kreditspielraum des ESM jedoch nicht aus. Zugleich bringt eine zuweilen geforderte massive Aufstockung des ESM die Gefahr mit sich, dass auch die bonitätsstarken Euroländer überfordert werden, auf die der ESM für sein Rating angewiesen ist.
  Daher sollte ein ursprünglich von der Deutschen Bundesbank (2011) gemachter Vorschlag umgesetzt werden: Wenn ein Staat in ein ESM-Programm eintritt, sollten demnach die **Laufzeiten aller Staatsanleihen automatisch um die Laufzeit des ESM-Programms verlängert** werden. Die Rückzahlungen würden hierbei aufgeschoben, aber nicht die Zinszahlungen und es gäbe auch keinen nominalen Schuldenschnitt. Damit wird vermieden, dass das Gros der ESM-Hilfskredite in die Finanzierung von Rückzahlungen auslaufender Staatsanleihen fließt. Stattdessen steht es zur Finanzierung der übrigen laufenden Ausgaben zur Verfügung. Damit lässt sich auch verhindern, dass sich Privatgläubiger aus der Haftung zurückziehen und der Anteil der Euroländer als öffentliche Gläubiger (und Eigner des ESM) stark zunimmt. Es lässt sich zeigen, dass die bestehende Kreditkapazität des ESM mit dieser Reform auch für einen großen und hochverschuldeten Staat wie Italien ausreicht (Matthes, 2017). Darüber hinaus kann eine eng begrenzte Erhöhung der Kreditkapazität in Erwägung gezogen werden, um

mit einer Krise fertigwerden zu können, die weitere kleinere Länder umfasst. Das automatische Auslösen einer Laufzeitverlängerung wird von manchen kritisch gesehen (FAZ, 2017). In der Tat stellt es formell einen Zahlungsausfall und im Jargon des Finanzmarktes ein sogenanntes Kreditereignis dar. Daher ist die Kritik auf den ersten Blick verständlich, weil dies zu einer gewissen Unruhe an den Finanzmärkten führen dürfte. Doch da die Zinszahlungen weiter erfolgen und die nominale Höhe der Schulden nicht verringert wird, ist die Minderung des Barwerts der betroffenen Anleihen, die durch das Hinausschieben der Schuldenrückzahlung verursacht wird, insgesamt nur gering. Es dürfte also nur zu einer vorübergehenden Irritation am Finanzmarkt kommen. Trotzdem sollten Finanzmarktteilnehmer vor einer solchen Reform zunächst konsultiert werden.

- Zur **Abfederung von Rezessionen** in einzelnen Ländern dienen in einer Währungsunion, in der eine Abwertung und eine eigene Geldpolitik nicht möglich sind, zunächst Preise und Löhne, die durch Strukturreformen in den ehemaligen Krisenländern deutlich flexibler geworden sind (Matthes, 2015b; Matthes/Iara, 2017). Darüber hinaus sollte die eigenkapitalbasierte und langfristig orientierte Finanzmarktintegration im Euroraum weiter gestärkt werden (Matthes et al., 2016). Zudem hat die **nationale Finanzpolitik die Hauptverantwortung** dabei, eine Rezession (bei steigendem öffentlichem Budgetdefizit) durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren abzufedern, die im Euroraum deutlich stärker sind als in den USA. Um das Fiskaldefizit dabei nicht ausufern zu lassen, muss hinreichend fiskalischer Spielraum vorhanden sein. Die mittelfristige Vorgabe der europäischen Fiskalregeln, einen strukturellen Ausgleich des Fiskalhaushalts zu erreichen, dient vor allem diesem Ziel.
  Wenn einige Euroländer nicht beabsichtigen, diese Vorgaben einzuhalten und so ihrer nationalen Verantwortung zur Abfederung von Rezessionen nachzukommen, erscheint die Forderung nach einer gemeinsamen Fiskalkapazität im Euroraum zu diesem Zweck wenig gerechtfertigt. Ein anderer Fall wäre gegeben, falls der Finanzmarkt hochverschuldeten Staaten, die die Fiskalregeln einhalten, trotzdem die Ausweitung des Fiskaldefizits nicht ermöglicht, indem er mit einem deutlichen Anstieg der Risikoprämien reagiert. Für einen solchen Fall ist zu erwägen, eine **neue Art von ESM-Programm als neues Instrument der Risikoteilung** einzuführen. Es sollte einen begrenzten Anstieg des Fiskaldefizits zur Nutzung automatischer Stabilisatoren durch limitierte, aber lang laufende Hilfskredite zu niedrigen Zinsen ermöglichen. Doch sollten nur Staaten Zugriff darauf haben, die die Fiskalregeln grundsätzlich befolgen. Dies würde den Anreiz zur Regeleinhaltung erhöhen. Zudem ist ratsam, auch begrenzte Strukturreformen zur Wachstumsstärkung einzufordern, etwa indem eine zu definierende Anzahl konkreter länderspezifischer Empfehlungen im Rahmen des Europäischen Semester umzusetzen sind.

Literatur

Bencek, David / **Klodt**, Henning, 2011, Fünf Prozent sind (zu) viel, Szenarien zu den benötigten Primärüberschüssen der Euroländer, in: Wirtschaftsdienst, Nr. 9, S. 595–600

Blanchard, Oliver J. / **Zettelmeyer**, Jeromin, 2017, Will Rising Interest Rates Lead to Fiscal Crises?, Policy Brief, Nr. 17-27, Washington, D.C.

Demary, Markus / **Matthes**, Jürgen, 2017, Can a Reliable Framework for Sovereign-Backed Securities Be Established?, 52. Jg., Nr. 5, S. 308–314

Deutsche Bundesbank, 2011, Ein Vorschlag zu einer zielführenden Privatsektorbeteiligung für Anleiheemissionen ab Mitte 2013, in: Monatsbericht, 63. Jg., August, S. 72–75

European Commission, 2017a, Reflection paper on the deepening the Economic and Monetary Union, Brüssel

European Commission, 2017b, Ameco database, http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm [15.5.2017]

European Commission, 2017c, Maximising the impact of labour and product market reforms in the euro area – sequencing and packaging, in: Quarterly Report on the Euro Area, 16. Jg., Nr. 2, S. 7–22

FAZ – Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankreich kennt doch rote Linien, v. 13.10.2017

Fuest, Clemens, 2017, Accountability Bonds, ifo Standpunkt, Nr. 171, München

Gottschalk, Jan, 2014, Fiscal and Debt Sustainability, IMF-Workshop “Fiscal Analysis and Forecasting Workshop”, Bangkok, Thailand, June 16 – 27, 2014, https://www.imf.org/external/region/tlm/rr/pdf/aug7.pdf [16.8.2017]

IMF – International Monetary Fund, 2017, World Economic Outlook Database, April, http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx [21.8.2017]

Kolev, Galina / **Matthes**, Jürgen, 2013, Smart Fiscal Consolidation. A Strategy for Achieving Sustainable Public Finances and Growth, Centre for Economic Studies, Brüssel

Matthes, Jürgen, 2015a, Schuldenerleichterungen für Griechenland?! – Anforderungen, Optionen und Wirkungen**,** IW policy paper, Nr. 25, Köln

Matthes, Jürgen, 2015b, Krisenländer: Relevanz von Strukturreformen für Wachstum und Währungsraum, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 2, S. 106–113

Matthes, Jürgen, 2016, Griechenland – IW-Schuldentragfähigkeitsanalyse zeigt: Kein Schuldenschnitt nötig, IW-Kurzbericht, Nr. 24, Köln

Matthes, Jürgen, 2017, Risks and opportunities of establishing a European Monetary Fund based on the European Stability Mechanism, IW policy paper, Nr. 8, Köln

Matthes, Jürgen / **Iara**, Anna, 2017, On the future of the EMU: Is more fiscal integration, indispensable?, in: European View, 16. Jg., Nr. 1, S. 3–22

Matthes, Jürgen / **Schuster**, Thomas, 2015, Zum Umgang der Europäischen Währungsunion mit reformunwilligen Eurostaaten, in: ifo Schnelldienst, 68. Jg., Nr. 4, S. 13–18

Matthes, Jürgen / **Iara**, Anna / **Busch**, Berthold, 2016, Die Zukunft der Europäischen Währungsunion – Ist mehr fiskalische Integration unverzichtbar?, IW-Analysen, Nr. 110, Köln