

Smeets, Heinz-Dieter

**Working Paper**

## Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa

DICE Ordnungspolitische Perspektiven, No. 30

**Provided in Cooperation with:**

Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Heinrich Heine University Düsseldorf

*Suggested Citation:* Smeets, Heinz-Dieter (2012) : Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa, DICE Ordnungspolitische Perspektiven, No. 30, ISBN 978-3-86304-630-9, Heinrich Heine University Düsseldorf, Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/65674>

**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.*

# ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Nr 30

## Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa

Heinz-Dieter Smeets

Oktober 2012

## IMPRESSUM

### ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Veröffentlicht durch:

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät,  
Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Universitätsstraße 1,  
40225 Düsseldorf, Deutschland

### Herausgeber:

Prof. Dr. Justus Haucap  
Düsseldorfer Institut für Wettbewerbsökonomie (DICE)  
Tel: +49(0) 211-81-15125, E-Mail: [haucap@dice.hhu.de](mailto:haucap@dice.hhu.de)

### ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Alle Rechte vorbehalten. Düsseldorf 2012

ISSN 2190-992X (online) - ISBN 978-3-86304-630-9

# Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa

von

Heinz-Dieter Smeets\*

Oktober 2012

## **Abstract**

The euro countries currently experience a severe government debt crisis. Since Greece asked for financial assistance in May 2010 there has been a lively debate on how to resolve this situation. The solution that has been primarily suggested by politicians so far is to finance governments' financial needs through emergency credits from EU sources (EFSF/ESM) and the International Monetary Fund. After explaining provisions like the stability pact and risk premiums on interest rates which aimed at guaranteeing fiscal stability in the pre-crisis EMU an overview is given showing financial and other political reactions to the crisis. In a second step, the sustainability of the Greek debt situation is extensively analyzed by employing the government budget constraint. The necessary primary surpluses enabling Greece to finance its government debt without international support from 2020 onwards are, however, substantial. Therefore, it is very likely that Greece either needs further financial assistance or an additional hair cut. Finally, some suggestions are made how to avoid possible government debt crises in the future.

JEL Klassifikation: F34, G15, H63, H68

Stichwörter: Staatsschuldenkrise, Schuldentragfähigkeit, Bankenrekapitalisierung, Währungsunion, Euro

---

\* Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Lehrstuhl für VWL, insb. Internationale Wirtschaftsbeziehungen, Universitätsstrasse 1, 40225 Düsseldorf, E-Mail: [smeetsd@hhu.de](mailto:smeetsd@hhu.de)

## 1. Einleitung

Die Europäische Währungsunion (EWU) befindet sich in einer schweren Krise. Verursacht wurde sie durch eine nicht mehr an den privaten Kapitalmärkten zu finanzierende Staatsverschuldung einiger Mitgliedsländer, an deren Spitze Griechenland, Irland und Portugal stehen. Seit Mai 2010, als Griechenland als erstes Mitglied der Euro-Zone um finanziellen Beistand bat, erscheinen täglich neue Hiobsbotschaften in den Medien. Gleichzeitig haben zahlreiche Diskussionen gezeigt, dass die Rettung in Form immer neuer Finanzierungshilfen keineswegs unumstritten ist. Befürchtet werden hohe finanzielle Lasten (in der Zukunft) – auch und insbesondere für den deutschen Steuerzahler. Ferner werden die Zweifel immer größer, dass mit den bisher beschlossenen Rettungspaketen die Probleme abschließend gelöst werden. Von Seiten der Bundesregierung – insbesondere in Person von Bundeskanzlerin Merkel – werden die bisher ergriffenen (Finanzierungs)Maßnahmen hingegen durchweg als „alternativlos“ bezeichnet.

Vor diesem Hintergrund spricht sich eine überwältigende Mehrheit deutscher Ökonomen gegen die (ausschließlich) finanziellen Hilfsmaßnahmen der Mitgliedstaaten der Währungsunion und des Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Verhinderung einer Zahlungsunfähigkeit von Ländern des Eurogebiets aus.<sup>1</sup> „Auch richten sie sich gegen die von der Europäischen Zentralbank ergriffene geldpolitische Maßnahme, ausgewählte Segmente der Finanzmärkte zu stützen [...] Die deutschen (bzw. deutschsprachigen) Ökonomen sprechen sich stattdessen für Schuldenmoratorien der in Bedrängnis geratenen Staaten als die eindeutig bessere Lösung aus.“<sup>2</sup>

Den Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen bilden die ursprünglichen fiskalischen Rahmenbedingungen in der EWU sowie die in den zurückliegenden Monaten beschlossenen Maßnahmen zur Rettung und Neugestaltung der Währungsunion. Die anschließenden Ausführungen zur Dynamik der Staatsverschuldung bilden dann die Grundlage für die Tragfähigkeitsanalyse der griechischen Staatsverschuldung. Dabei werden mit Hilfe alternativer Szenarien die Chancen Griechenlands erörtert, in absehbarer Zeit zu einer aus eigener Kraft tragfähigen Haushaltssituation zurückzukehren. Vor dem Hintergrund drohender Ansteckungs- oder Domino-Effekte werden anschließend vermeintlich weitergehende Finanzierungsnotwendigkeiten und –quellen vorgestellt sowie diskutiert. Eingegangen wird ferner auf die Probleme eines Austritts Griechenlands aus der Währungsunion. Die abschließenden Überlegungen gelten insbesondere der Frage, wie in Zukunft neue Krisen vermieden werden können.

---

<sup>1</sup> Vgl. beispielhaft bereits zu einem frühen Zeitpunkt Sinn, H.-W. (2010).

<sup>2</sup> Bindseil, U. und Modery, W. (2011, S. 215). Vgl. hierzu auch Welfens, P. J. J. (2011, S. 615), und die in beiden Veröffentlichungen angegebenen weiteren Quellen.

Nicht ausführlich wird hingegen die Frage diskutiert, ob es sich bei der vorliegenden Krise um eine Euro-(Währungs-)Krise handelt oder um eine Staatsschuldenkrise einzelner Mitgliedsländer der EWU (vgl. hierzu Smeets, H.-D. 2010). Ebenfalls wird in diesem Beitrag nicht untersucht, wie groß die Vorteile insbesondere Deutschlands durch die EWU sowie den Euro sind und ob dies die Übernahme von Kosten an anderer Stelle rechtfertigt. Dies gilt auch für politische bis hin zu „friedensstiftenden“ Nutzen, da diese individuell höchst unterschiedlich eingeschätzt werden können.

## **2. Fiskalische Rahmenbedingungen in der EWU**

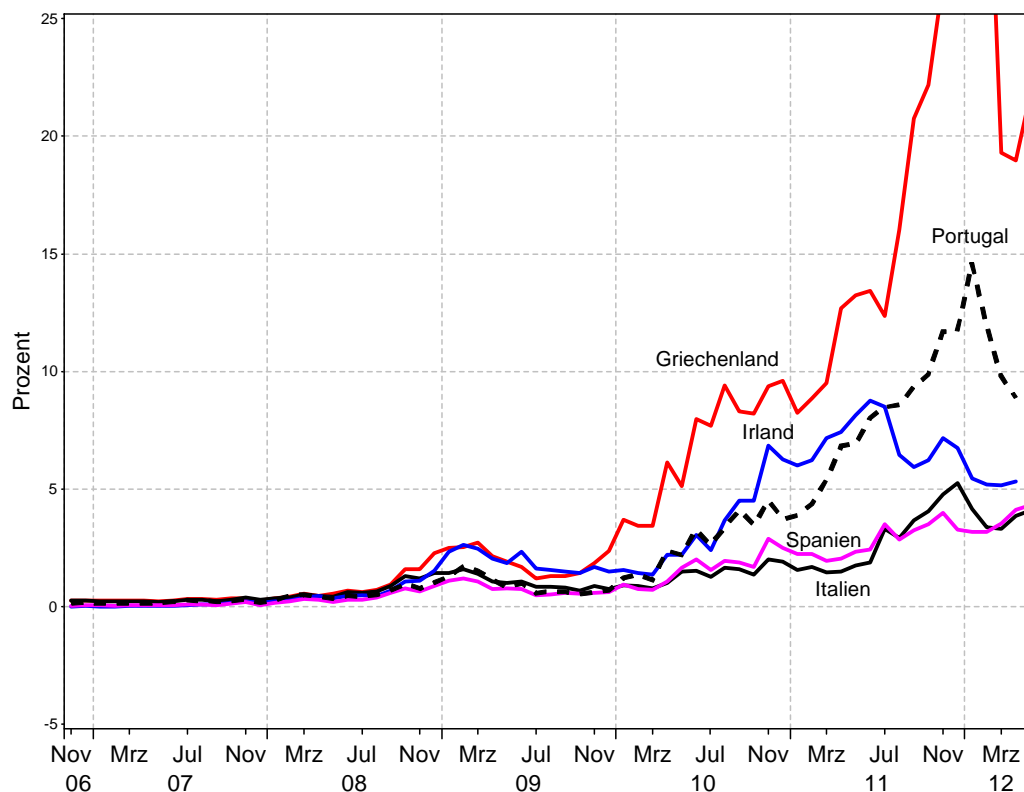
Mit dem Übergang in die dritte Stufe der EWU im Jahre 1999 kam es zu einer umfassenden Neuregelung der ökonomischen und institutionellen Kompetenzen bei den Mitgliedsländern. So fielen die bilateralen Wechselkurse durch die Einführung einer einheitlichen Währung weg und die Wahrung der monetären Stabilität wurde dem Europäischen System der Zentralbanken übertragen, in dessen Mittelpunkt die Europäische Zentralbank (EZB) steht. Eine an nationalen Zielen orientierte Geldpolitik wurde damit unmöglich. In nationaler Zuständigkeit wären somit die Fiskalpolitik sowie die Lohn- und Sozialpolitik geblieben. Der frühzeitig erkannten Gefahr fiskalischer Defizite in einer Währungsunion wollte man dabei mit Hilfe zweier Instrumente entgegenreten: dem Marktmechanismus in Verbindung mit der No-bail-out-Klausel und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP).

Die No-bail-out-Klausel ist in Art. 125 Abs. 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEU Vertrag) geregelt und besagt, dass Mitgliedsländer der Euro-Zone nicht für die Staatsschulden anderer Mitgliedsländer haften:

„Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.“

Ihre Wirkung entfaltet diese Klausel über individuelle Risikoprämien, in denen sich die Höhe der Verschuldung einzelner Mitgliedsländer widerspiegeln sollte. Nimmt die Verschuldungshöhe zu, sinkt die Bonität und der steigende Zinssatz (höhere Risikoprämie) begrenzt die Neuverschuldung automatisch über diesen Marktmechanismus.

**Abb. 1: Risikoprämien ausgewählter Euro-Mitgliedsländer**



Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von EcoWin (Datenbank).

Betrachtet man vor diesem Hintergrund die Entwicklung der Risikoprämien – hier gemessen als Differenz der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen eines Landes im Verhältnis zu entsprechenden deutschen Staatsanleihen – in Abbildung 1, dann zeigt sich, dass bis Mitte 2009 trotz deutlicher Verschuldungsunterschiede<sup>3</sup> keine signifikanten Risikoprämien zu beobachten waren. Grund dafür war die mangelnde Glaubwürdigkeit der No-bail-out-Klausel<sup>4</sup>. Rechnet man nämlich mit einem Bail-out, also der Rettung durch die Allgemeinheit, dann sind Risikoprämien irrelevant. Ein erster Anstieg war zwar im Zuge der Finanzkrise zu beobachten, aber erst Ende 2009, als die Probleme Griechenlands immer größer und deutlicher wurden, stieg dessen Risikoprämie erheblich an.<sup>5</sup> Man bekam wohl Zweifel daran, ob die übrigen Mitgliedsländer den griechischen Finanzierungsbedarf tatsächlich aufzubringen bereit wären.

<sup>3</sup> Die Verschuldungsunterschiede reichten im Jahr 2007 von einer Schuldenstandsquote von 25 Prozent für Irland über 36 Prozent für Spanien, 65 Prozent für Deutschland, 104 Prozent für Italien bis hin zu 111 Prozent für Griechenland. Vgl. hierzu Europäische Kommission (2011b).

<sup>4</sup> Vgl. zur Problematik des (No-)bail-outs im Zusammenhang mit Griechenland etwa Schrader, K. und Laaser, C.-F. (2010).

<sup>5</sup> Häufig wird darauf hingewiesen, dass auch in der Zeit vor 1999 – also vor Eintritt in die Währungsunion – erhebliche Risikoprämien existierten. Diese Risikoprämien waren allerdings durch das bestehende Wechselkursänderungsrisiko bedingt und nicht – wie gegenwärtig – durch Kreditausfallrisiken.

Hätte man hingegen von Beginn an keine Zweifel daran aufkommen lassen, dass es auch im Notfall kein bail-out gibt, dann hätten steigende Risikoprämien bereits frühzeitig auf die Probleme aufmerksam gemacht und notwendige Anpassungsmaßnahmen erzwungen.

Das zweite fiskalische Element der EWU bildet der SWP. Bereits während der Diskussionen im Vorfeld der dritten Stufe der Währungsunion maß man – zu Recht, wie sich gezeigt hat – dem gegenseitigen Haftungsausschluss (No-bail-out-Klausel) keine hohe Glaubwürdigkeit bei, so dass man den SWP als eine Art „zweite Verteidigungslinie“ für fiskalische und monetäre Stabilität in die Rahmenbedingungen der EWU aufnahm. Er wurde 1997 auf Initiative des deutschen Finanzministers Waigel abgeschlossen und ist im Art. 126 AEU Vertrag und dem angefügten Protokoll Nummer 12 verankert. Obgleich die fiskalischen Ziele ähnlich lauten wie diejenigen des Maastricht-Vertrags, ist der Geltungsbereich doch ganz unterschiedlich. Während nämlich die fiskalischen Kriterien des Maastricht-Vertrags bei beziehungsweise vor der Aufnahme eines Landes in die EWU Anwendung finden, wird der SWP gerade dann relevant, wenn ein Land bereits Mitglied der EWU ist – also das Aufnahmeverfahren erfolgreich überstanden hat. (Vgl. Smeets, H.-D. und Thieme, H. J. 2004).

Das Hauptproblem des SWP ist und bleibt jedoch das Entscheidungsverfahren, das die Feststellung eines übermäßigen Defizits letztlich den Finanzministern (ECOFIN-Rat) unter politischen Gesichtspunkten überlässt und nicht – wie im ursprünglichen Waigel-Vorschlag – in Form eines automatischen Prozesses regelt. Letztlich sind es die „Sünder“ selbst, die darüber entscheiden, ob sie bestraft werden oder nicht!

Hinzu kam, dass Deutschland und Frankreich in den Jahren 2003 und 2004 eine Defizitquote von über 3 Prozent gemessen am BIP aufwiesen und damit gegen den SWP verstießen. Statt sich jedoch einem entsprechenden Defizitverfahren zu unterwerfen, kam es auf politischen Druck hin zu einer Aussetzung der Verfahren. Zugleich versuchte man, den ursprünglich auf eigene Initiative hin eingeführten SWP aufzuweichen. Diese Bemühungen zeigten Erfolg, so dass die ursprüngliche Fassung des SWP durch eine Vorlage des ECOFIN-Rats zur „Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ konkretisiert wurde, die der Europäische Rat auf seiner Frühjahrstagung in Brüssel am 22. und 23. März 2005 billigte. Schon damals schrieb die Deutsche Bundesbank: „Es liegt nun an den nationalen Regierungen, durch eine umsichtige Finanzpolitik die Befürchtung zu zerstreuen, mit der Änderung des Paktes sei das Ziel nachhaltig solider Staatsfinanzen de facto aufgegeben worden“ (Bundesbank 2005, S. 15).

Zu diesen institutionellen Verfehlungen kamen folgende Entwicklungen hinzu:



- Die für alle Mitgliedsländer niedrigen Zinssätze (siehe auch Abb. 1) wurden insbesondere von den heutigen Problemländern und deren Regierungen nicht investiv sondern in großem Umfang konsumtiv genutzt. Dies hat zur Folge, dass nun Einnahmen aus rentablen Projekten fehlen, um den Schuldendienst zu begleichen.
- Am 15. September 2008 kam es zur Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, die zu einer Vertrauenskrise innerhalb des gesamten internationalen Bankensystems und zu einer allgemeinen Bankenkrise führte. Banken mussten durch staatliche Hilfsprogramme gerettet werden, wodurch die Staatsausgaben zum Teil erheblich belastet wurden (vgl. zur Finanzkrise Michler, A. F. und Smeets, H.-D. 2011).
- Daran schloss sich eine allgemeine weltweite Wirtschaftskrise an, deren Ausmaß alle Krisen nach dem Zweiten Weltkrieg überstieg. Diese Krise wurde in fast allen Ländern durch keynesianisch geprägte Ausgabenprogramme bekämpft, die zu stark ansteigenden Staatsausgaben führten.

Das Zusammenspiel all dieser Entwicklungen führte letztlich zu einer übermäßigen Verschuldung einzelner Mitgliedsländer der EWU, bis hin zur Illiquidität oder gar Insolvenz.

### **3. Rettungsmaßnahmen**

Griechenland geriet als erstes Land in Bedrängnis. Am 23. April 2010 bat die griechische Regierung die übrigen Mitgliedsländer der Währungsunion (Euro-Mitgliedsländer) sowie den IWF offiziell um Hilfe, die von beiden in Form von Krediten bis zu einer Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro bereitgestellt wurde.<sup>6</sup> An dieser ersten Hilfsaktion – dem am 2. Mai 2010 beschlossenen Griechenland-Rettungspaket – sind die übrigen Euro-Mitgliedsländer mit 80 Mrd. Euro und der IWF mit 30 Mrd. Euro beteiligt. Der maximale Haftungsbeitrag Deutschlands beläuft sich auf ca. 22 Mrd. Euro.

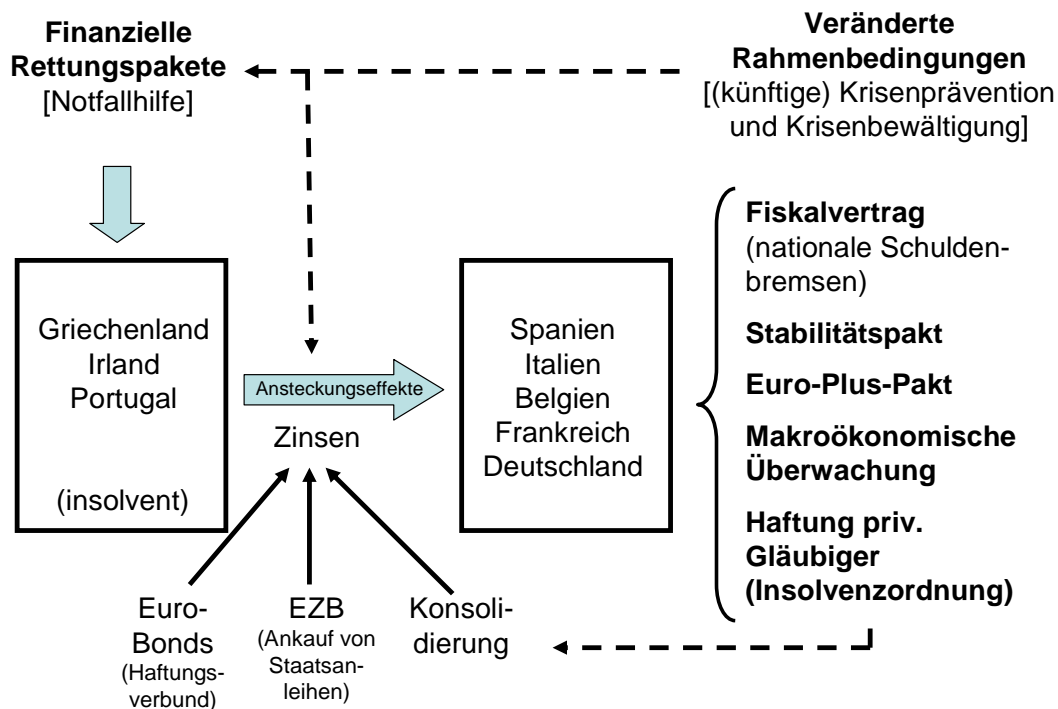
Ausgehend von diesem ersten Griechenland-Rettungspaket kam es zu weiteren Rettungsmaßnahmen, die sich in „Notfallhilfen“, Maßnahmen zur „(künftigen) Krisenprävention“ und solche zur „Krisenbewältigung“ unterscheiden lassen. Die finanziellen Notfallhilfen sind dabei als „Soforthilfe“ für diejenigen Länder bestimmt, die sich nicht mehr aus eigener Kraft an den Kapitalmärkten finanzieren können und damit insolvent sind. Im Gegensatz dazu zielen Veränderungen der Rahmenbedingungen darauf ab, Ansteckungseffekte auf andere Länder sowie zukünftige Krisen zu vermeiden und die bestehenden Krisen zu bewältigen. Zur Verringerung oder Vermeidung von Ansteckungsgefahren innerhalb der Währungsunion, die in erster Linie von – risikobedingten – Zinssteigerungen ausgehen, wurden darüber hinaus die Einführung von Eurobonds und der Ankauf von Staats-

---

<sup>6</sup> Eine Übersicht über die zeitliche Entwicklung der Staatsschuldenkrise und entsprechende Reaktionen finden sich in Kunstein, T. und Wessels, W. (2011).

schuldtitle betroffener Länder durch die EZB vorgeschlagen. Abbildung 2 fasst diese Überlegungen zusammen.

**Abb. 2: Maßnahmen zur Rettung und Neugestaltung der Währungsunion**



Quelle: Eigene Darstellung.

Bereits eine Woche nach der Billigung des ersten Griechenland-Rettungspakets einigten sich die Euro-Mitgliedsländer und der IWF am 10. Mai 2010 auf einen weiteren, 750 Mrd. Euro umfassenden Rettungsschirm – angeblich, um eine riesige Spekulationswelle abzuwenden und, in den Worten von Bundeskanzlerin Merkel, „das Geld der Menschen in Deutschland zu schützen“. Zusätzlich wurde die EZB erfolgreich bedrängt, sich an dem Rettungspaket durch den Ankauf von Staatsschuldverschreibungen gefährdeter Euro-Staaten am Sekundärmarkt zu beteiligen. Dieses zweite Euro-Rettungspaket bestand zunächst aus Garantien in Höhe von 440 Mrd. Euro von Seiten der Euro-Mitgliedsländer [Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)], von 60 Mrd. Euro von der EU-Kommission [Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM)] und von 250 Mrd. Euro vom IWF. Angesichts zunehmender Probleme und Ansteckungsgefahren entschloss man sich jedoch Ende März 2011, den effektiven Kreditvergaberahmen der EFSF baldmöglichst auf 440 Mrd. Euro anzuheben, was eine Aufstockung des Garantierahmens auf 780 Mrd. Euro erforderte. Dies geschah im Oktober 2011 und Deutschland bürgt seither mit 211 Mrd. Euro für dieses Programm.

Ende März 2011 haben die Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedsländer ferner ein Paket zur „Neugestaltung der Währungsunion“ beschlossen. Zentrales Element ist der neue permanente Rettungsfonds [Europäischer Stabilitätsmecha-

nismus (ESM)], der den jetzt bestehenden temporären Rettungsschirm (EFSF) Mitte 2012 (vorzeitig) ablösen wird. Da der ESM schrittweise aufgebaut wird, bestehen ESM und EFSF mit seinem Rest an Kreditvergabemöglichkeiten in Höhe von 240 Mrd. Euro während einer Übergangsphase parallel. Der EFSF bildet somit eine temporäre „Notreserve“.

Am 21. Februar 2012 haben sich die Euroländer auf ein zweites Griechenland-Rettungspaket geeinigt, dessen Einzelmaßnahmen im weiteren Verlauf eingehend diskutiert werden. Basis hierfür waren Beschlüsse, die bereits am 21. Juli 2011 getroffen wurden. Schon bald stellte sich jedoch heraus, dass diese Maßnahmen nicht hinreichend sein würden, um die (Finanzierungs-)Probleme Griechenlands zu lösen. Insbesondere die Beteiligung privater Gläubiger in Form eines Forderungsverzichts war Gegenstand der notwendigen Nachbesserung.

Die bisher letzte Rettungsmaßnahme bildet der – am 9. 12. 2011 vereinbarte – Fiskalpakt, den mit Ausnahme von Großbritannien und Tschechien alle Staats- und Regierungschefs der EU am 2. März 2012 unterzeichnet haben. In dessen Mittelpunkt stehen nationale Schuldenbremsen, die neben dem Stabilitäts- und Wachstumspakt die fiskalische Konsolidierung der Mitgliedsländer gewährleisten sollen. Die Maßnahmen müssen allerdings in den nächsten Monaten noch von den nationalen Parlamenten ratifiziert werden.

Von wem und in welchem Umfang die (bisher) bereitgestellten finanziellen Mittel in Anspruch genommen wurden, fasst Abbildung 3 zusammen. Nachrichtlich wurden ferner diejenigen Beträge aufgeführt, in deren Umfang die EZB Staatsanleihen bedrohter Euro-Länder aufgekauft hat und TARGET2-Verbindlichkeiten der GIIPS-Länder<sup>7</sup> gegenüber der Deutschen Bundesbank bestehen.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

<sup>8</sup> Vgl. zu den TARGET2-Salden ausführlich Sinn, H.-W. (2011) sowie Sinn, H.-W. und Wollmershäuser, T. (2011).

**Abb. 3: Bereitstellung finanzieller Hilfen (Stand: 4. 5. 2012)**

Datum	Empfänger	Kreditgeber				Summe
		Mitglieder der Währungsunion	EFSM	EFSF	IMF	
02.05. 2010	<b>Griechenland 1. RP</b>	80 Mrd. €			30 Mrd. €	110 Mrd. €
28.11. 2010	<b>Irland</b>	4,8 Mrd. €	22,5 Mrd. €	17,7 Mrd. €	22,5 Mrd. €	68,5 Mrd. €
17.05. 2011	<b>Portugal</b>		26 Mrd. €	26 Mrd. €	26 Mrd. €	78 Mrd. €
21.02. 2012	<b>Griechenland 2. RP</b>			120 Mrd. €	18 Mrd. €	138 Mrd. €
Staatsanleihenkäufe der EZB						218 Mrd. €
Target II Verbindlichkeiten gegenüber der Deutschen Bundesbank						650 Mrd. €

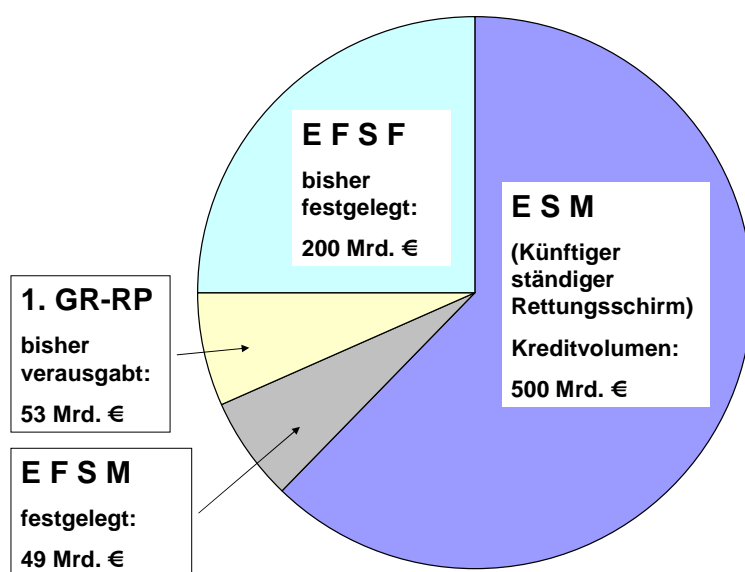
Quelle: Zahlenangaben stammen aus: IFO-Institut (2012) und FAZ (2012a).

### **Permanenter Rettungsschirm**

Nachdem bereits Ende März 2011 die Einrichtung eines permanenten Rettungsfonds beschlossen wurde, gab es in der Folgezeit immer wieder Diskussionen über die Höhe des Kreditrahmens. Angesichts zunehmender Verschuldungsprobleme wurden zunächst verschiedene Hebelungsmodelle vorgeschlagen, die das Kreditvolumen auf bis zu zwei Bio. Euro erweitern sollten. Diese Ansätze erwiesen sich aber als wenig praktikabel. Ferner schien der damit verbundene Anstieg des Haftungsrisikos – insbesondere für Deutschland – nicht akzeptabel.

Am 30. März 2012 haben die Finanzminister der Eurozone daher einen neuen Rettungsschirm beschlossen, der einen Gesamtumfang von 800 Mrd. Euro aufweist und den künftigen ständigen Stabilitätsmechanismus (ESM) als einen Bestandteil enthält. Die anderen Bestandteile setzen sich zusammen aus den verausgabten oder verplanten Teilen der gegenwärtigen finanziellen Hilfstöpfe (EFSF, EFSM und 1. Griechenland-Rettungspaket). Abbildung 4 veranschaulicht diese Zusammenhänge. Damit hat man in der Summe die magische Grenze von einer Bio. erreicht – allerdings nicht in Euro, sondern lediglich (näherungsweise) in US-Dollar. Mit diesem Signal will man weitere externe Geldgeber gewinnen, sich an der „Euro-Rettung“ zu beteiligen.

**Abb. 4: Der neue permanente Rettungsschirm**



Quelle: Bundesfinanzministerium (2012a). Eigene Darstellung.

Der ESM selbst soll ein maximales Kreditvolumen von 500 Mrd. Euro zur Verfügung stellen können. Um dem Fonds das angestrebte Top-Rating (AAA) zu ermöglichen, wird er mit einer Garantiesumme von 700 Mrd. Euro ausgestattet. Deutschland wird sich daran – nach Maßgabe der Kapitalanteile an der EZB (vgl. Anhang 1) – mit einem Gesamtbetrag von etwa 190 Mrd. Euro beteiligen, von denen rund 22 Mrd. Euro in Form einer Bareinlage erbracht werden müssen, der Rest in Form von Bürgschaften. Für den neuen Rettungsschirm kommen auf Deutschland neben den 190 Mrd. Euro für den ESM etwa 58 Mrd. Euro für den verplanten Teil des EFSF und etwa 12 Mrd. Euro für die ausgezahlten Gelder im Rahmen des 1. Griechenland-Rettungspakets hinzu – insgesamt haftet Deutschland also mit etwa 260 Mrd. Euro. Während der Übergangszeit eines parallelen Wirkens von EFSF und ESM erhöht sich dieser Betrag rein rechnerisch sogar auf rund 400 Mrd. Euro.

In Anspruch nehmen kann man entsprechende Mittel, wenn die Euro-Zone als Ganze durch die Zahlungsschwierigkeiten des betroffenen Landes bedroht ist und die Euro-Mitgliedsländer die Hilfen einstimmig beschließen. Im Zusammenhang mit dem Fiskalpakt wurde ferner festgelegt, dass zukünftig nur solche Länder Kredite des ESM in Anspruch nehmen können, die den Fiskalpakt akzeptiert und ratifiziert haben.

Dem permanenten Rettungsfonds ESM wurde im März 2011 zunächst zugestanden, Staatsschuldtitel von (bedrohten) Mitgliedsländern zu kaufen. Dies war allerdings nur am Primärmarkt erlaubt und stellte damit *lediglich* eine alternative Variante der Kreditvergabe an diese Länder dar. Ausgeschlossen war hingegen zunächst ein Kauf am Sekundärmarkt. Diese Möglichkeit wurde jedoch im Rahmen der erneuten Griechenland-Verhandlungen vom 21. Juli 2011 zusätzlich eröffnet –

und zwar nicht nur für Staatsanleihen solcher Länder, die einer Rettungsmaßnahme unterliegen, sondern auch vorsorglich für alle anderen Mitgliedsländer, die in Schwierigkeiten zu geraten drohen. Damit könnte der EFSF/ESM aber auch Staatsanleihen von der EZB zurückkaufen, die diese in den vergangenen Monaten im Wert von 218 Mrd. Euro gekauft hat. Letztlich würde das aber nur eine Verlagerung der Risiken von einer staatlichen Institution auf eine andere bedeuten. Diese Sichtweise kann man trotz der (formalen) Unabhängigkeit der EZB sicherlich einnehmen, da sie in diesem Fall eindeutig staatliche Interessenpolitik betrieben hat. Erschwerend kommt hinzu, dass sich auch private Gläubiger wie Banken und Versicherungen auf diese Weise ihrer Risiken entledigen können – und zwar alle auf Kosten des Staates beziehungsweise der Steuerzahler.

### **Euro-Plus-Pakt**

Durch den „Euro-Plus-Pakt“ sollen die Länder in ihrer Wettbewerbsfähigkeit gestärkt und damit alte Krisen bewältigt und neue vermieden werden. Die Teilnahme am Pakt ist für die 17 Euro-Mitgliedsländer obligatorisch, die vereinbarten Ziele sind jedoch unverbindlich, Sanktionen bei Nichterfüllung sind nicht vorgesehen. Länder wie Großbritannien, Schweden, Tschechien und Ungarn haben es vorgezogen, sich dem Pakt erst gar nicht anzuschließen. Ein solcher Pakt wird also nur einen sehr geringen Einfluss ausüben. Im Grenzfall wird sich jedes Land auf seine nationalstaatliche Souveränität berufen und sich jegliche Einmischung in „interne Angelegenheiten“ verbieten. Eigentlich müsste es doch im Interesse jedes einzelnen Landes selbst sein, seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, um auf diese Weise nicht in eine Schuldenkrise zu geraten beziehungsweise um eine solche bewältigen zu können. Entsprechende Maßnahmen sollten daher eher Bestandteil der Auflagenpolitik bei der Kreditvergabe („Konditionalität“) – etwa im Rahmen eines geschärften Stabilitätspaktes – sein, und nicht einem Gremium ohne Entscheidungskompetenz überlassen bleiben.

### **Strengere Regeln des Stabilitätspaktes**

Am 4. Oktober 2011 haben die Finanzminister der Euro-Zone im Rahmen eines Maßnahmenpakets<sup>9</sup> („six-pack“) die Neufassung des SWP verabschiedet, die Anfang 2012 in Kraft getreten ist. Sie betrifft sowohl die präventive als auch die korrektive Komponente des SWP. Die präventive Komponente setzt dabei am generellen mittelfristigen Ziel eines (nahezu) ausgeglichenen Haushalts an. Allgemein soll dies zu einer vorsichtigen Haushaltspolitik in den Mitgliedsländern führen. Um ihre Anstrengungen in diese Richtung zu dokumentieren, sind die Mitgliedstaaten weiterhin aufgefordert, Stabilitäts- und Konvergenzprogramme zu erstellen. Von denjenigen Ländern, die das mittelfristige Ziel noch nicht erreicht haben, wird ferner erwartet, dass sie sich diesem Ziel mit einer Rate von 0,5 Prozent des BIP pro

---

<sup>9</sup> Vgl. hierzu Council of the European Union (2011a). Die angenommenen Texte finden sich unter Europäisches Parlament (2011).

Jahr nähern. Die vergangenen Jahre haben allerdings gezeigt, dass in diesem Bereich nur wenige Fortschritte zu verzeichnen waren, die dann im Rahmen der Krise gänzlich verloren gingen.

Bei der korrektiven Komponente stehen insbesondere die Neugestaltung der Strafverfahren sowie eine stärkere Betonung der Schuldenstandsquote bei der Beurteilung eines übermäßigen Defizits im Vordergrund. Dieser Tatbestand wurde bisher ausschließlich anhand des Drei-Prozent-Kriteriums der Neuverschuldung beurteilt. Doch bereits in der Neuregelung des SWP aus dem Jahr 2005 wurde der präventive Teil mit einer stärkeren Betonung von Sparanstrengungen in konjunkturell guten Zeiten gestärkt, ohne jedoch Anreiz- oder Sanktionsmechanismen vorzusehen, um dieses Ziel zu realisieren. Hinzu kommt, dass eine Schuldenstandsquote von über 60 Prozent bisher als unproblematisch angesehen wurde, wenn der Trend hinreichend rückläufig war – ein sehr unbestimmter Rechtsbegriff, der stets ausreichenden Interpretationsspielraum zugunsten der „Sünder“ geboten hat. Diese Versäumnisse sollen nun korrigiert werden. Übersteigt die aktuelle Schuldenstandsquote eines Landes den Grenzwert von 60 Prozent, so ist sie „hinreichend schnell“ zu reduzieren. „Hinreichend schnell“ bedeutet dabei aus Sicht der EU-Kommission einen (durchschnittlichen) Abbau der Differenz zum Grenzwert um jährlich 5 Prozent. Beträgt also die Verschuldungsquote 80 Prozent, dann ergibt sich ein (durchschnittlicher) jährlicher Konsolidierungssatz von einem Prozentpunkt ( $0,2 \times 0,05 = 0,01$ ). Wird die Schuldenstandsquote nicht hinreichend reduziert, drohen dem betreffenden Land ähnliche Sanktionen wie bei der Überschreitung der Neuverschuldungsquote.

Die Strafverfahren selbst sollen künftig automatisch(er) ablaufen. Während bisher eine qualifizierte Mehrheit für die Annahme der Sanktionen notwendig war, kommt bei der „umgekehrten Abstimmung“ die getroffene Entscheidung dann zustande, wenn sich nicht innerhalb von 10 Tagen eine qualifizierte Mehrheit des Rates **gegen** die von der Kommission verhängten Sanktionen ausspricht. Diese Neuregelung stellt aber nur eine bedingte Verbesserung dar, weil letztlich immer noch die politische Entscheidung im Vordergrund steht und Raum für diskretionäre Entscheidungen lässt. Vor der Auferlegung eines Bußgeldes steht nämlich immer noch die politische Entscheidung darüber, ob ein übermäßiges Defizit vorliegt und ob angemessene Maßnahmen von dem betroffenen Mitgliedsland ergriffen werden. Ohne diese Entscheidung der Finanzminister, die mit qualifizierter Mehrheit *angenommen* werden muss, können aber keine (quasi-automatischen) Sanktionen verhängt werden. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass grundsätzlich davon ausgegangen wird, dass der Rat die Empfehlungen und Vorschläge der Kommission übernimmt. Anderenfalls hat er seinen Standpunkt öffentlich darzulegen – ohne dass die weiteren Konsequenzen klar wären. Die Quasi-Automatik setzt somit erst am letzten Entscheidungsschritt an. Darüber hinaus stellt die Möglichkeit, bereits zu Beginn eines Verfahrens eine verzinsliche Einlage zu fordern, lediglich eine Kann-Bestimmung dar. Ob sie wirklich zum Einsatz kommt, wird erst die Zukunft

erweisen. Ferner gilt für die Anwendung der schärferen Strafen eine Übergangsfrist von drei Jahren.

Nicht durchsetzen konnte sich Bundeskanzlerin Merkel mit ihrer Forderung nach einem Stimmrechtsentzug für Schuldensünder. Dabei wäre eine solche „Strafe“ gerade in der aktuellen Situation möglicherweise anreizkompatibler als Geldstrafen, die ein bereits bestehendes (übermäßiges) Defizit nur noch weiter erhöhen. In diesem Umfeld wäre eine Aussetzung von Stimmrechten die deutlich bessere Alternative. Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen zeigt sich, dass man dabei nicht nur über eine Aussetzung des Stimmrechts im (ECOFIN-)Rat sondern insbesondere auch im EZB-Rat nachdenken sollte, um auf diesem Wege geldpolitische Entscheidungen „im eigenen Interesse“ zu vermeiden. Auch über die Reduktion von Zahlungen aus den Strukturfonds der EU könnte man nachdenken. Sind diese Zahlungen jedoch bereits fest im Haushalt eines Landes „eingepplant“, so wirkt eine Reduktion nicht anders als eine Geldbuße.

### **Makroökonomische Überwachung**

Zu den neuen Vorschriften mit präventivem Charakter gehört das – bereits beschlossene – „europäische Semester“. In dessen Rahmen soll die Koordination der nationalen Wirtschaftspolitiken ausgeweitet und beschleunigt werden. Hierbei geht es insbesondere um die Abstimmung der nationalen Haushaltspläne, die bisher nach den nationalen Beschlüssen erfolgte, in Zukunft aber vorgelagert sein soll, um bei Fehlentwicklungen frühzeitig auf die nationalen Entscheidungen einwirken zu können. Dabei wird es sich aber auch in Zukunft nur um Empfehlungen handeln können, da die einzelnen Mitgliedsländer auch künftig kaum auf ihre budgetpolitischen Kompetenzen verzichten werden – soweit diese nicht zu sanktionsbewährten Tatbeständen führen. Eine Abstimmung im Sinne einer Koordination der Haushaltspläne würde hingegen stärker auf die Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedsländer hindeuten, auf die weiter unten noch eingegangen wird.

Weitere präventive Maßnahmen sollen dazu dienen, dass bereits im nationalen Rahmen eine solide Haushaltspolitik verankert wird. Hierbei denkt man etwa an die in Deutschland eingeführte Schuldenbremse, die auch in das Recht anderer Mitgliedsländer in ähnlicher Form Eingang finden könnte. Auch dies wäre sicherlich ein richtiger Ansatz, obgleich man sehen muss, dass dieses Instrument auch in Deutschland erst mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung greifen wird, da die Vorschriften für den Bund erst ab 2016 und für die Länder ab 2020 bindend sind. Darüber hinaus gewähren Ausnahmeregelungen immer noch Schlupflöcher, um die Vorschriften – zumindest in begrenztem Umfang – zu umgehen.

Die weitestgehende Neuerung in dem am 4. Oktober 2011 von den Finanzministern der Euro-Zone beschlossenen Maßnahmenpaket bildet hingegen die intensivierte Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitiken bis hin zu deren möglicher



Koordination. Hierzu sollen Indikatoren entwickelt werden, die makroökonomische Ungleichgewichte oder Mängel in der Wettbewerbsfähigkeit signalisieren. Messen will man dies an Kriterien wie Leistungsbilanzsalden, Lohnstückkosten und Immobilienpreisen (vgl. Gros, D. und Alcidi, C. 2011). An dieser Stelle wird der Ruf nach einer europäischen Wirtschaftsregierung deutlich hörbar. Auch hier ist allerdings unklar, in welchem Umfang die Mitgliedsländer bereit und in der Lage sein werden, entsprechenden Vorgaben der Kommission zu folgen. So sind zum Beispiel die Löhne in Deutschland durch die Tarifautonomie weitgehend dem politischen Einfluss entzogen. Dies könnte aber auf der anderen Seite den Anhängern von Mindestlöhnen Rückendeckung aus dem europäischen Raum verschaffen. Versäumt es ein Mitgliedsland wiederholt, vom Rat empfohlene Maßnahmen zum Abbau übermäßiger Ungleichgewichte umzusetzen, kann eine Geldbuße in Höhe von 0,1 Prozent des Vorjahres-BIP verhängt werden – und zwar so lange, bis die Anpassung vollzogen ist. Auch hier gilt die Übergangsfrist von drei Jahren nach Inkrafttreten der Regelung.

Unklar ist hingegen die Frage nach dem konkreten Niveau, auf dem die künftige politische Koordination erfolgen soll. Grundsätzlich richtet sich das Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte sowohl gegen Defizit- als auch gegen Überschussländer – allerdings mit unterschiedlichen Prioritäten hinsichtlich des zeitlichen und sachlichen Maßmeneinsatzes – und zwar zu Lasten der Defizitländer. Erst im Laufe der Zeit wird man jedoch sehen, ob sich diese Koordination eher in Richtung einer asymmetrischen Anpassung, die nur die Defizitländer in die Pflicht nimmt, oder eher in Richtung einer symmetrischen Anpassung, bei der Ungleichgewichte von beiden Seiten reduziert werden müssen, entwickelt. Keinesfalls sollte es aber zu einer einseitigen Anpassung der Überschussländer kommen, wie sie vor einigen Monaten von Seiten der damaligen französischen Finanzministerin und heutigen Direktorin des IWF, Lagarde, mit Blick auf Deutschland vorgeschlagen wurde. Würden die wettbewerbsfähigen Länder – unter Zuhilfenahme von Strafen – gezwungen, sich auf das Niveau der wettbewerbschwachen Länder herab zu begeben, dann würde dies eindeutig zu einer Schwächung des Euros führen, der doch eigentlich durch dieses Maßnahmenpaket gestärkt werden soll.

## **Fiskalpakt**

Die jüngste Erweiterung der fiskalischen Rahmenbedingungen bildet der sogenannte Fiskalpakt, in dessen Mittelpunkt nationale „Schuldenbremsen“ stehen. Seine offizielle Bezeichnung lautet „Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag)“. Er wurde von den Staats- und Regierungschefs am 9. Dezember 2011 beschlossen und von allen EU-Ländern außer Großbritannien und Tschechien am 1. März 2012 unterzeichnet. Damit er in Kraft treten kann, bedarf es allerdings noch der Ratifizierung durch die nationalen Parlamente.

Gegenstand des Fiskalpaktes sind insbesondere folgende Regelungen (vgl. Rat der Europäischen Union 2011; Bundesfinanzministerium 2012b):

- Das strukturelle Defizit eines Landes darf 0,5 Prozent des BIP nicht überschreiten. Liegt die Schuldenstandsquote deutlich unter 60 Prozent, dann kann das strukturelle Defizit ausnahmsweise bis zu einem Prozent des BIP ansteigen.
- Die Mitgliedstaaten verpflichten sich zum Schuldenabbau, bis die vorgegebenen Grenzen erreicht sind.
- Die fiskalischen Vorgaben müssen zudem einen automatischen Korrekturmechanismus beinhalten, der bei Abweichungen von den Zielen ausgelöst wird. Bei Abweichungen müssen die betroffenen Länder der Kommission und dem Europäischen Rat Bericht erstatten und Korrekturmaßnahmen vorschlagen, die wiederum von den beiden Institutionen überwacht werden.
- Die neuen Vorschriften müssen in der nationalen Verfassung verankert sein. Länder, die dieser Verpflichtung nicht nachkommen, können vor dem Europäischen Gerichtshof verklagt werden. Die Beschlüsse können durch Geldstrafen von bis zu 0,1 Prozent des jeweiligen BIP durchgesetzt werden, die in den ESM fließen.
- Gelder aus dem ESM können künftig nur solche Länder in Anspruch nehmen, die die nationalen Schuldenbremsen umgesetzt haben.

Der Vertrag tritt für die Euro-Zone in Kraft, sobald ihn 12 Mitgliedsländer unterzeichnet haben. Zugestimmt haben bis zum April 2012 die Parlamente Griechenlands, Portugals und Sloweniens. Noch unklar ist hingegen, ab wann der Fiskalpakt umgesetzt werden soll. So sieht die am 1. August 2009 in Deutschland in Kraft getretene Änderung des Grundgesetzes Übergangsregelungen für den Bund bis 2016 und für die Länder bis 2020 vor. Dieses Beispiel zeigt, dass sich die nationalen Schuldenbremsen wohl kaum kurzfristig umsetzen lassen werden. Hinzu kommt, dass gerade die Berechnung des strukturellen (konjunkturneutralen) Defizits durchaus Raum für Bilanzkosmetik bietet. Nach der Einführung soll der Fiskalpakt die Vorschriften des Stabilitätspaktes ergänzen und gezielt verstärken.

### **Mithaftung privater Gläubiger**

In den ursprünglichen Überlegungen zur Ausgestaltung des ESM war auch eine – nicht zuletzt von Deutschland geforderte – institutionalisierte Mithaftung privater Gläubiger (ab 2013) vorgesehen. Verbindlich sollte sie allerdings nur für den Fall einer *Insolvenz* von Staaten sein. Bei Illiquidität des betroffenen Staates war hingegen nur eine freiwillige Beteiligung Privater vorgesehen. Insolvenz eines Staates liegt dann vor, wenn das Nettovermögen des Staates, das sich aus dem Vermögensbestand des Staates und dem – auf den heutigen Zeitpunkt diskontierten –

Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse abzüglich des Schuldenstandes ergibt, negativ ist. Insbesondere der Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ist jedoch höchst spekulativ. Zum einen ist die Budgetentwicklung selbst schwer vorherzusagen und zum anderen bleibt offen, welchen zukünftigen Zeitraum man berücksichtigen sollte. Aber auch der Vermögensbestand des Staates ist nicht einfach abzugrenzen und zu bewerten. Dies wird dann – weitgehend objektiv – möglich sein, wenn es sich etwa um staatliche Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen handelt. Neben der Bewertung selbst stellt sich aber auch die Frage, ob das gesamte Staatsvermögen zu berücksichtigen ist, oder ob es ein „Schonvermögen“ gibt, das nicht in die Ermittlung des Nettovermögens eingeht. Zu denken wäre hier etwa an die in letzter Zeit häufig angesprochenen griechischen Inseln. Aus diesen Gründen werden schwerlich eindeutig überprüfbare Aussagen über die Solvenz beziehungsweise Insolvenz eines Staates zu treffen sein. Im Gegensatz dazu ist bei Illiquidität das Nettovermögen positiv. In diesem Falle tritt jedoch ein Liquiditätsengpass auf, etwa dadurch, dass die Verbindlichkeiten schneller fällig werden als die Forderungen. (Vgl. hierzu ausführlich Smeets, H.-D. und Herzberg, A. 2010)

Im Dezember 2011 wurde die Vorstellung einer institutionalisierten privaten Mithaftung jedoch wieder verworfen. Geblieben ist nur die Möglichkeit, in „besonderen Einzelfällen“ private Gläubiger an der Haftung zu beteiligen. Grund dafür ist die Tatsache, dass es sich bei den privaten Gläubigern typischerweise um Banken handelt, denen man insolvenzbedingte Abschreibungs-Verluste (zumindest gegenwärtig) nicht meint zumuten zu können. Gleichzeitig soll durch den Verzicht auf regelmäßige private Mithaftung das Vertrauen in Staatsanleihen und damit deren Absatz in der aktuellen Situation gestärkt werden. Auf der anderen Seite reduziert man auf diese Weise den Druck der Märkte, da – bei vertrauenswürdiger Ankündigung – Risikoprämien sinken werden.

#### **4. Dynamik der Staatsverschuldung**

Den Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen bildet die in Gleichung (1) dargestellte staatliche Budgetrestriktion<sup>10</sup>, die den (finanziellen) Handlungsspielraum und die Handlungsalternativen für Staaten veranschaulicht. Die linke Seite zeigt zunächst das Budgetdefizit oder den Budgetüberschuss. Die gesamten Staatsausgaben ergeben sich dabei aus den (Primär-)Ausgaben ( $G^P$ ) und den Zinszahlungen ( $z \cdot B$ ), die wiederum abhängen vom (durchschnittlichen) Zinssatz ( $z$ ), zu dem sich der Staat in der Vergangenheit verschuldet hat, und dem Schuldenstand ( $B$ ). Dem stehen die gesamten Einnahmen des Staates ( $T$ ) gegenüber. Ergibt sich daraus ein positiver Saldo, d.h. ein Budgetdefizit, dann gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten zu dessen Finanzierung: Der Staat kann sich weiter (neu) am Kreditmarkt verschulden, indem er zusätzliche Staatsschuldbriefe ausgibt ( $\Delta B = dB/dt$ ), oder er kann Kredite unmittelbar bei der Notenbank aufnehmen ( $\Delta M = dM/dt$ ), wodurch die Geldbasis ausgeweitet und längerfristig Inflation erzeugt wird. Da diese Mög-

---

<sup>10</sup> Vgl. zur staatlichen Budgetrestriktion etwa De Grauwe, P. (2005, S. 222 ff.).

lichkeit in der EWU gemäß den bestehenden Vorschriften ausgeschlossen ist, soll diese Finanzierungsquelle (zunächst) nicht weiter berücksichtigt werden.

$$(1) \quad \underbrace{(G^P - T)}_{\text{Primär-Ungleichgewicht}} + z \cdot B = \underbrace{\Delta B^{\text{Netto}} + \Delta M}_{\text{Finanzierungsquellen}}$$

Haushalts-Defizit/Überschuss

Die staatliche Budgetrestriktion in Form von Gleichung (1) hat jedoch – wie der Fall Griechenland zeigt – den Nachteil, dass  $\Delta B^{\text{Netto}}$  die Nettoneuverschuldung widerspiegelt, die sich aus dem gesamten Finanzierungsbedarf des Staates in einer Periode abzüglich der Tilgung ergibt. Dies impliziert aber auch, dass nur dann getilgt werden kann, wenn „durch Zufall“ Haushaltsüberschüsse entstehen. Dies entspricht der Vorstellung einer automatischen Prolongierung bzw. Revolvierung bestehender Kredite. In der Realität stehen jedoch die Tilgungszeitpunkte und Tilgungsbeträge genau fest, so dass sich der Staat in jeder Periode einem bestimmten Liquiditätsbedarf gegenüber sieht, den es auf den Finanzmärkten (aus privaten Quellen) zu decken gilt.

Dieser Liquiditätsbedarf entspricht der Bruttoneuverschuldung ( $\Delta B^{\text{Brutto}}$ ), die in Gleichung (2) weiter erläutert wird. Sie macht deutlich, dass nun als weiterer expliziter Einflussfaktor die Tilgungsbeträge (Til) hinzukommen.

$$(2) \quad \underbrace{(G^P - T)}_{\text{Primär-Defizit (-)}} + \underbrace{z \cdot B}_{\text{Zinsen}} + \underbrace{\text{Til}}_{\text{Tilgung}} = \underbrace{\Delta B^{\text{Brutto}}}_{\text{Private Kredite}}$$

Unter der Annahme, dass der betreffende Staat keine (weiteren) Kredite aufnimmt beziehungsweise aufnehmen kann ( $\Delta B^{\text{Brutto}} = 0$ ), reduziert sich Gleichung (2) zu der neuen Gleichung (3). Diese veranschaulicht, dass unter der zuvor genannten Nebenbedingung der Haushaltsausgleich einen Primärüberschuss ( $T - G^P$ ) erfordert, der der Summe aus den Zins- und Tilgungszahlungen entspricht.

$$(3) \quad (T - G^P) = z \cdot B + \text{Til}$$

Im Rahmen des SWP wird jedoch nicht auf die absolute (Netto-)Neuverschuldung abgestellt, sondern auf das Verhältnis des Defizits zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Vor diesem Hintergrund ergeben sich die Primärungleichgewichtsquote (PUQ) und die Defizitquote (DQ) aus der staatlichen Budgetrestriktion (1) wie folgt:

$$(4) \quad \text{PUQ} = \frac{(G^P - T)}{Y^{\text{nom}}} \quad \text{DQ} = \frac{(G - T)}{Y^{\text{nom}}} \quad \text{mit} \quad G = G^P + (z \cdot B)$$

Gleichung (4) verdeutlicht zugleich, warum man dem Staat in aller Regel ein gewisses Interesse an Inflation unterstellt. Da sich das nominale Bruttoinlandsprodukt aus dem realen Bruttoinlandsprodukt und der Veränderung des Preisniveaus zusammensetzt, kann man die Schuldenquoten – und damit den Realwert der Staatsschuld – letztlich auch durch eine entsprechend hohe Inflation reduzieren. Dies hofft man, in der EWU durch die Unabhängigkeit der EZB ausgeschlossen zu haben. Dadurch soll vermieden werden, dass die Geldpolitik für einzelstaatliche Interessen eingesetzt wird.

Bezeichnet man die entsprechenden Quoten mit kleinen Buchstaben (z.B.:  $g^P = G^P/Y^{\text{nom}}$ ;  $x = \text{nominales Wirtschaftswachstum} = \Delta Y^{\text{nom}}/Y^{\text{nom}}$ ), dann spiegelt Gleichung (5) die Einflussfaktoren auf die Veränderung der Schuldenstandsquote ( $\Delta b$ ) im Zeitverlauf wider. Sie setzen sich zusammen aus der Neuverschuldungsquote ( $g - t$ ) und den Einflüssen des nominalen Wirtschaftswachstums (eckige Klammer).

$$(5) \quad \Delta b = (g - t) - \left[ b_{t-1} \cdot \frac{x}{1 + x} \right]$$

Da sich die Neuverschuldungsquote aus der Primärungleichgewichtsquote und der Zinsquote zusammensetzt, lässt sich Gleichung (5) weiter umformen zu (6). Für den Fall einer Neuverschuldungsquote von 0, muss der positiven Zinsquote stets eine gleich hohe Primärüberschussquote gegenüberstehen. Gleichwohl kann auch in diesem Fall die Schuldenstandsquote sinken, wenn ein positives Wirtschaftswachstum vorliegt.

$$(6) \quad \Delta b = (g^P - t) + \frac{z \cdot B_{t-1}}{Y_t^{\text{nom}}} - b_{t-1} \cdot \frac{x}{1 + x}$$

Unter Vernachlässigung des Faktors  $(1 + x)$ , der in der Regel einen Wert nahe 1 annehmen wird, lässt sich aus (6) die dynamische Budgetrestriktion in der vereinfachten Version ableiten:

$$(7) \quad \Delta b = (g^P - t) + (z - x) \cdot b_{t-1}$$

Die zuvor angestellten Überlegungen haben gezeigt, dass – bei zunächst gegebener Zinsbelastung – der Primärüberschuss und das Wirtschaftswachstum die entscheidenden Einflussfaktoren sind, um die Neuverschuldungs- und damit längerfristig auch die Schuldenstandsquote des Staates zu reduzieren. Der notwendige Primärüberschuss ist dabei nur durch eine Reduktion der Staatsausgaben ( $G^P$  sinkt) oder einen Anstieg der Staatseinnahmen ( $T$  steigt) zu erzielen. Beide Möglichkeiten, das Primärungleichgewicht zu verbessern, implizieren daher erhebliche Belastungen für die Bevölkerung.

Im Gegensatz dazu ist ein Anstieg des Wirtschaftswachstums die „schmerzfreiere“ Alternative. Gerade im Falle Griechenlands erscheint dieser Weg aber eher unwahrscheinlich. Zum einen legen Untersuchungen (vgl. Koopman, G. J. und Szekely, I. P. 2009) nahe, dass das Wirtschaftswachstum nach einer so gravierenden Finanzkrise wie der jüngst erlebten deutlich länger hinter dem ursprünglichen Wachstumspfad zurückbleiben wird. Zum anderen wird auch das griechische Sparprogramm selbst zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums führen. So betrug 2010 das reale Wirtschaftswachstum Griechenlands -4,5 Prozent und die Prognosen für 2011 wurden gerade von -3,8 Prozent auf (mindestens) -5,0 Prozent herabgesetzt (vgl. Hope, K. 2011). Prognosen der griechischen Regierung, das reale Wirtschaftswachstum des Landes könnte 2012 auf +0,8 Prozent ansteigen, erscheinen – auch vor dem Hintergrund von Fehlprognosen für 2010 und 2011 von bis zu 5 Prozentpunkten – mehr als unwahrscheinlich (vgl. hierzu Europäische Kommission 2011c, S. 37).

Fraglich bleibt daher, welches Szenario von Griechenland in den kommenden Jahren umgesetzt werden kann. Ausgehend von den konkreten Zahlen für die Jahre bis 2050 soll dieser Frage in den nächsten Abschnitten nachgegangen werden.

## **5. Das zweite Griechenland-Hilfspaket**

Bei den Lösungsansätzen für die Staatsschulden-Krise lassen sich grundsätzlich zwei Strategien unterscheiden: die Finanzierung der bestehenden Staatsschulden und die Anpassung. Finanzierung bedeutet dabei in aller Regel eine immer weitere Verschiebung des Problems in die Zukunft, ohne zugleich dessen Ursachen zu beseitigen. Dies führt ferner auf der einen Seite dazu, dass die gesamte Verschuldung bedingt durch die Zinslasten im Laufe der Zeit immer weiter ansteigt. Auf der anderen Seite verändert die Finanzierung durch öffentliche Institutionen die Struktur der Verschuldung – und zwar zu Gunsten der privaten Gläubiger, deren Forderungen beglichen werden und deren Risiken sinken, sowie zu Ungunsten der öffentlichen Gläubiger, die in zunehmendem Maße Forderungen und Risiken aufbauen. Im Gegensatz dazu ist es das Ziel von Anpassungsmaßnahmen, die Ursachen des Problems zu beseitigen – das heißt im vorliegenden Fall, eine tragfähige Situation

der Staatsverschuldung herbeizuführen. Dies kann typischerweise mit Hilfe einer Umschuldung erfolgen.

Bereits am 21. Juli 2011 hatten sich die Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedsländer auf einen neuen Rettungsplan für das hoch verschuldete Griechenland geeinigt<sup>11</sup>, der zumindest von den Börsen durch zunächst steigende Kurse honoriert wurde. Die Kernpunkte bestanden aus neuen finanziellen Hilfen in Höhe von 109 Mrd. Euro, einer Zinsreduktion für Euro-Kredite auf 3,5 Prozent<sup>12</sup> und einer Beteiligung des privaten Sektors (Banken, Versicherungen, Fonds) in Form eines Forderungsverzichts in Höhe von rund 20 Prozent. Ferner soll Griechenlands Wirtschaft durch technische Hilfen und Zahlungen aus EU-(Struktur-)Fonds gestärkt werden („Marshall-Plan“).

Schon bald stellte sich jedoch heraus, dass die (Finanzierungs-)Probleme Griechenlands durch diese Maßnahmen nicht endgültig zu lösen sein würden. Dies führte zu umfangreichen Nachverhandlungen, die ihren Abschluss am 21. Februar 2012 mit der Annahme des zweiten Griechenland-Rettungspakets fanden. Dieses Paket umfasst insbesondere folgende Maßnahmen:

- Es werden finanzielle Hilfen in Höhe von 173 Mrd. Euro bereitgestellt, von denen die Euro-Länder 145 Mrd. Euro und der IWF 28 Mrd. Euro tragen. Der Gesamtbetrag umfasst in Höhe von 139 Mrd. Euro neue Kredite, während im Umfang von 34 Mrd. Euro auf verbliebene Reste ursprünglicher Programme zurückgegriffen wird – etwa auf das erste Griechenland-Rettungspaket. Erhebliche Teile des neuen Programms sind jedoch gebunden: 48 Mrd. Euro für die Rekapitalisierung griechischer Banken und weitere 30 Mrd. Euro für die Besicherung der neuen Anleihen (vgl. FAZ 2012a). Damit bleiben 95 Mrd. Euro, um den fälligen Schuldendienst zu leisten.
- Die privaten Gläubiger verzichten auf Forderungen in Höhe von 53,5 Prozent. Falls alle privaten Gläubiger sich beteiligen entspricht dies einem Forderungsverzicht in Höhe von 107 Mrd. Euro.
- Die verbliebenen privaten Ansprüche werden umgewandelt in neue griechische Staatsanleihen mit einer verlängerten Laufzeit zwischen 11 und 30 Jahren und niedrigeren Kupon-Zinsen, die – bei einer Laufzeit von 30 Jahren – einen Durchschnittswert von 3,65 Prozent aufweisen. Der Zinssatz ist gestaffelt und beträgt während der ersten drei Jahre (2013, 2014 und 2015) 2 Prozent, für 2016-2020 drei Prozent und steigt erst ab 2022 auf 4,3 Prozent. Die neuen Anleihen werden mit 30 Mrd. Euro abgesichert (siehe auch Punkt 1, oben). Der implizite Gesamtverzicht beläuft sich daher auf etwa 74 Prozent.

---

<sup>11</sup> Zu einer Einschätzung siehe auch Belke, A. und Dreger, D. (2011).

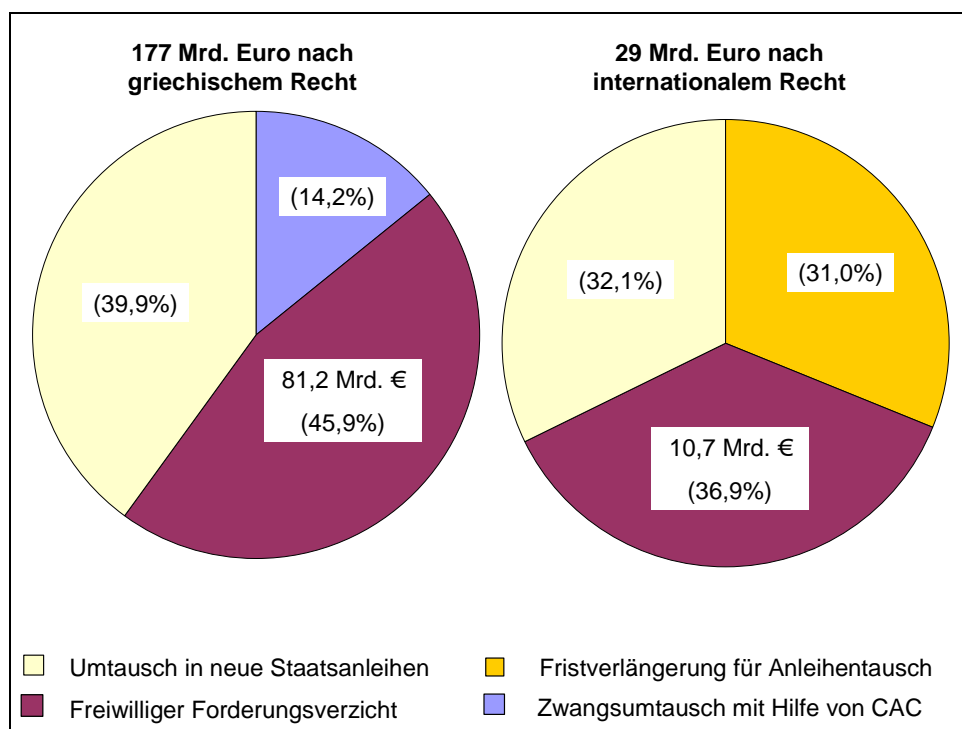
<sup>12</sup> Diese neuen Konditionen kommen auch Irland und Portugal zugute.

- Die Verzinsung der bisherigen Hilfskredite an Griechenland wird auf 1,5 Prozentpunkte über dem Euribor-Zinssatz für eine Laufzeit von drei Monaten gesenkt.
- Ziel dieser Maßnahmen ist es, die Schuldenstandsquote Griechenlands bis 2020 auf 120,5 Prozent zu senken.

Seit dem 8. März 2012 steht nun fest, dass rund 86 Prozent der privaten Gläubiger Griechenlands, die Staatsanleihen nach griechischem Recht halten und 69 Prozent derjenigen privaten Gläubiger, die griechische Anleihen nach internationalem Recht halten bereit sind, „freiwillig“ auf 53,5 Prozent ihrer Forderungen zu verzichten. Diese Quoten übersteigen deutlich die noch kurz zuvor geäußerten Erwartungen und sind damit insgesamt positiv zu bewerten. Bezogen auf die absolute Höhe der ausstehenden Anleihen bedeutet dies – wie Abbildung 5 veranschaulicht – einen Forderungsverzicht von insgesamt rund 92 Mrd. Euro. Dieser Wert liegt allerdings unter dem angestrebten Schuldenerlass von 107 Mrd. Euro. Aus diesem Grund soll bei den nach internationalem Recht ausgegebenen Anleihen die Frist für den Anleihentausch bis zum 23. März 2012 verlängert werden. Bei den nach griechischem Recht ausgegebenen Anleihen soll hingegen der noch ausstehende Umtausch in Höhe von 14,2 Prozent mit Hilfe einer nachträglich vom griechischen Parlament verabschiedeten Zwangsumtauschklausel [collective action clause] durchgesetzt werden. Dies ist möglich, da die Zustimmungsquote die im Gesetz definierte Mehrheit der Anleihen-Besitzer von 66 Prozent überstieg. Dadurch könnte es insgesamt zu einem Forderungsverzicht in Höhe von 105,3 Mrd. Euro kommen, der nahezu dem angestrebten Wert von 107 Mrd. Euro entsprechen würde.



**Abb. 5: Schuldenschnitt im Überblick**



Quelle: Griechisches Finanzministerium (2012) und eigene Berechnungen.

Darüber hinaus wird gelegentlich gefordert, Griechenland möge seine Goldreserven<sup>13</sup> auflösen und die Einnahmen zur Haushaltssanierung nutzen oder sie zumindest als Pfand – etwa bei der EZB – einsetzen. Da sich der aktuelle Wert (berechnet zu einem Wechselkurs von 1,40\$/€) allerdings nur auf 5 Mrd. Euro beläuft und diese Goldreserven ferner 79 Prozent der gesamten internationalen Reserven Griechenlands ausmachen (vgl. ebenda), sind sowohl der Gold- als auch der Gesamtbestand der internationalen Reserven in diesem Zusammenhang eher vernachlässigbar und ihr Einsatz hätte bestenfalls einen symbolischen Charakter.<sup>14</sup>

## 6. Ist Griechenland damit dauerhaft gerettet?

Die dauerhafte Tragfähigkeit der griechischen Staatsverschuldung soll im Folgenden in zwei Schritten untersucht werden. Zunächst wird der Frage nachgegangen, wie sich die Schuldenstandsquote bis 2020 entwickeln wird und ob das Ziel des Rettungspakets, sie bis zum Jahre 2020 auf 120 Prozent zu reduzieren, realistisch erscheint. Diese Quote hält der Internationale Währungsfonds – aus welchen Gründen auch immer – für tragfähig. Sieht man einmal von der fehlenden Begrün-

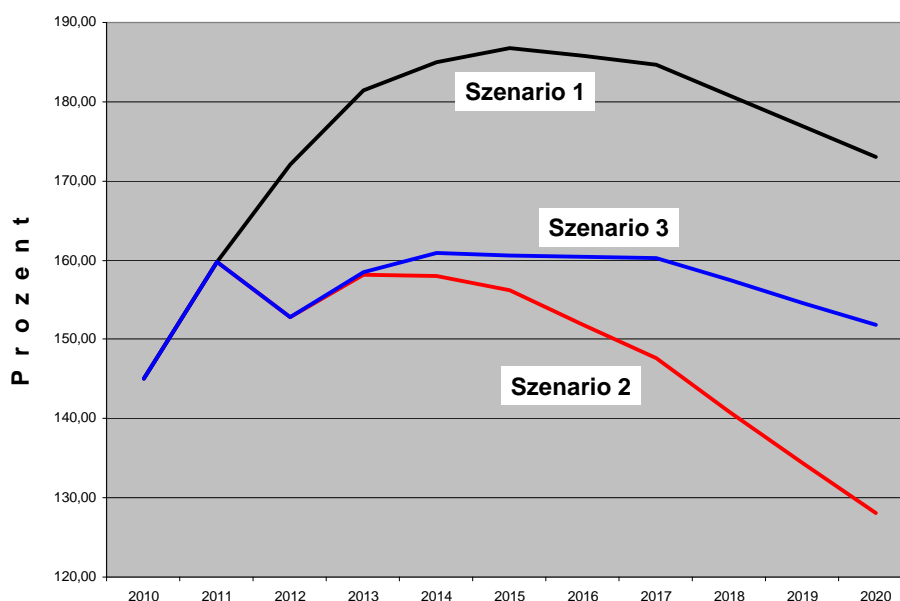
<sup>13</sup> Vgl. zum Bestand an Goldreserven World Gold Council (2011).

<sup>14</sup> Auch bei den anderen Problemländern zeigt sich – mit Ausnahme von Italien – eine ähnliche Situation. Im Einzelnen verfügen sie über folgende internationale Reserven: Irland (0,3 Mrd. Euro in Gold = 13,4 Prozent an den Gesamtreserven), Portugal (17,1 Mrd. Euro in Gold = 85,1 Prozent), Spanien (12,6 Mrd. Euro in Gold = 40,2 Prozent) und Italien (110 Mrd. Euro in Gold = 71,2 Prozent). Vgl. ebenda.

dung für das Ziel ab, dann bleibt aber die Frage nach den Voraussetzungen, die gegeben sein müssen, um diese Quote zu realisieren. In einem zweiten Schritt geht es dann um den Finanzierungsbedarf Griechenlands – zunächst bis zum Jahre 2020.

Um die Entwicklung der Staatschuldenquote zu veranschaulichen, werden in Abbildung 6 drei mögliche Szenarien gegenüber gestellt. Szenario 1 zeigt dabei die Entwicklung ohne die aktuellen Entscheidungen des zweiten Griechenland-Rettungspakets. Zur Vereinfachung wird davon ausgegangen, dass die (durchschnittliche) Zinsbelastung Griechenlands in diesem Fall dem aktuellen Wert von 4,5 Prozent entspricht. Alle drei Szenarien gehen davon aus, dass sich im Jahre 2012 die Schuldenquote um 24 Prozent erhöhen wird (stock flow adjustment). Dieser Anstieg ergibt sich aus demjenigen Teil der Neuverschuldung, der nicht zur Schuldentilgung eingesetzt wird. Hierzu zählen insbesondere Mittel, die zur Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors und für Garantien vorgesehen sind. Alle Ursprungszahlen gehen auf Veröffentlichungen der EU zurück (vgl. Europäische Kommission 2011a). Die weiteren Berechnungen basieren auf der dynamischen staatlichen Budgetrestriktion. Bei den Szenarien 2 und 3 wird ferner davon ausgegangen, dass der Forderungsverzicht im Rahmen des Schuldenschnitts zu einer Reduktion der Schuldenstandsquote von 40 Prozentpunkten führt, da der Forderungsverzicht etwa einem Viertel der gesamten ausstehenden griechischen Staatsschuld entspricht. Die Annahmen bezüglich des (nominalen) Wirtschaftswachstums, der Primärüberschussquote und des (durchschnittlichen) Zinssatzes fasst Abbildung 7 zusammen. Dabei wird angenommen, dass die Zinsreduktion bei den öffentlichen und (verbliebenen) privaten Schulden zu einem (durchschnittlichen) Zinssatz bis 2020 von 2,5 Prozent führt. Die Szenarien 1 und 2 nehmen dabei – wie Abbildung 7 veranschaulicht – eine positive Entwicklung hinsichtlich des nominalen Wirtschaftswachstums, das bis auf 5 Prozent ansteigt, und der Primärüberschussquote, die einen abschließenden Wert von 3 Prozent aufweist, an. Szenario 3 geht zwar auch von einer grundsätzlich positiven Entwicklung aus, die allerdings durch eine langsamere Verbesserung gekennzeichnet ist.

**Abb. 6: Szenarien der griechischen Schuldenstandsquote**



Quelle: Eigene Berechnungen und Darstellung auf der Grundlage von Europäische Kommission (2011b).

**Abb. 7: Annahmen der Szenarien**

Jahr	Zins		Szenarien 1 und 2		Szenario 3	
	Szenario 1	Szenarien 2 und 3	WiWa	PUQ	WiWa	PUQ
2011	4,50	4,50	-4,20	-2,10	-4,20	-2,10
2012	4,50	2,50	-2,60	-1,00	-2,60	-1,00
2013	4,50	2,50	0,00	0,00	0,00	-1,00
2014	4,50	2,50	2,00	1,00	1,00	0,00
2015	4,50	2,50	3,00	1,00	2,00	1,00
2016	4,50	2,50	4,00	2,00	2,00	1,00
2017	4,50	2,50	4,00	2,00	2,00	1,00
2018	4,50	2,50	5,00	3,00	3,00	2,00
2019	4,50	2,50	5,00	3,00	3,00	2,00
2020	4,50	2,50	5,00	3,00	3,00	2,00

WiWa : Nominales Wirtschaftswachstum (in %)

PUQ : Primärungleichgewichtsquote (in %) [ - = Defizit]

Abbildung 6 zeigt, dass ohne die Zinssenkungen und ohne den Schuldenschnitt des zweiten Griechenland-Rettungspaketes die Staatsschuldenquote Griechenlands in den nächsten Jahren weiter angestiegen wäre und ihren Höchstwert 2015 mit etwa 187 Prozent erreicht hätte. Selbst wenn die in Abbildung 7 zusammengefassten positiven Annahmen bezüglich der Wirtschaftsentwicklung zuträfen, läge die Staatsschuldenquote 2020 immer noch bei etwa 170 Prozent – eine Situation, die längerfristig keinesfalls tragfähig wäre.

Berücksichtigt man hingegen die im zweiten Griechenland-Rettungspaket vorgesehenen Maßnahmen, dann sinkt die Staatsschuldenquote deutlich, wie die Szenarien 2 und 3 zeigen. Bezogen auf die aktuelle Situation wird es allerdings zu keine deutlichen Verbesserungen bis etwa 2015 kommen. Die aktuelle Staatsschuldenquote wird vielmehr auf dem aktuellen Wert stabilisiert – und zwar auch unter den positiven Annahmen des Szenarios 2. Doch selbst bei den dort angenommenen positiven Entwicklungen würde es nicht gelingen, die Schuldenstandsquote bis 2020 auf 120 Prozent zu senken. Der Wert für dieses Jahr würde vielmehr bei 128 Prozent liegen.<sup>15</sup> Noch deutlicher würde man das Ziel von 120 Prozent hingegen verfehlen, wenn die positiven Annahmen des Szenarios 2 nicht zutreffen und „nur“ eine moderate Verbesserung der wirtschaftlichen Entwicklung gemäß Szenario 3 eintritt. Dann würde die Schuldenstandsquote 2020 bei etwa 150 Prozent liegen.

Welches dieser beiden Szenarien 2 und 3 mit höherer Wahrscheinlichkeit eintritt, ist schwer abzuschätzen. Betrachtet man jedoch die gegenwärtige Situation mit einem Rückgang des nominalen Wirtschaftswachstums von etwa fünf Prozent und einer Primärdefizitquote von etwa drei Prozent, dann lässt sich erahnen, wie grundlegend der Umschwung selbst im moderaten Szenario 3 ausfallen muss. Die zuvor angestellten Überlegungen zeigen ferner, dass die Verbesserung der Primärungleichgewichtsquote um 5 bis 6 Prozentpunkte nicht ausschließlich durch das angenommene Wirtschaftswachstum zustande kommen wird. Auch wenn gegenwärtig häufig der Eindruck erweckt wird, die aktuell „verordneten“ Sparmaßnahmen seien hinreichend, um die angestrebten Ziele zu erreichen, so zeigen die zuvor angestellten Überlegungen, dass Griechenland nicht nur – auf dem gegenwärtigen Niveau – weiter sparen, sondern darüber hinaus zusätzliche Verbesserungen der Haushaltssituation in der Zukunft garantieren muss, um die ehrgeizigen Ziele zu erfüllen.

Ein weiteres Ziel des Rettungspakets besteht darin, Griechenland bis 2020 „vom Kapitalmarkt zu nehmen“ (vgl. Ehrlich, P. 2011). Dies erfordert jedoch, dass der Finanzierungsbedarf bis zu diesem Zeitpunkt durch Primärüberschüsse oder Hilfskredite gedeckt werden kann. Geht man ferner davon aus, dass Griechenland auch in den Folgejahren keine privaten Kredite an den Finanzmärkten zu einem Zins erhalten wird, der aus Sicht Griechenlands „angemessen“ erscheint, so bedarf es – wenn keine weiteren öffentlichen Kredite bereitgestellt werden – entsprechend hoher Primärüberschussquoten, um den dann anfallenden Schuldendienst zu leisten. Wie sich der Finanzierungsbedarf und die notwendigen Primärüberschussquoten in den nächsten Jahren entwickeln werden, zeigt die nachfolgende Projektion, die von folgenden Annahmen ausgeht:

- Neben den 110 Mrd. Euro aus dem ersten Rettungspaket erhält Griechenland weitere finanzielle Hilfen in Höhe von zusätzlich 138 Mrd. Euro. Davon sind allerdings rund 78 Mrd. Euro reserviert für die

---

<sup>15</sup> Vgl. zu ähnlichen Überlegungen IWF (in FAZ 2012b).

Rekapitalisierung griechischer Banken und die Besicherung der neuen Anleihen, so dass noch 60 Mrd. Euro zur Auszahlung zur Verfügung stehen. Zusammen mit dem ersten Hilfspaket ergibt dies eine maximale Finanzierungshilfe von insgesamt 170 Mrd. Euro.

- In den Jahren bis 2014 ergeben sich jährliche (aber abnehmende) Primärdefizite (positives Vorzeichen in Spalte PU-abs in Übersicht 1). Ab 2018 erwirtschaftet Griechenland Primärüberschüsse.
- Alle 2011 bestehenden privaten Kreditforderungen werden auf 50 Prozent reduziert. Die Laufzeitstruktur der neuen griechischen Staatsanleihen ist zwar unbekannt, Rückzahlungsverpflichtungen können jedoch frühestens nach 11 Jahren – also 2023 – anfallen. Im Idealfall verlängert sich die Laufzeit aller verbliebenen privaten Forderungen um 30 Jahre. Ferner wird davon ausgegangen, dass die öffentlichen Forderungen ebenfalls nicht vor 2023 zurückgezahlt werden müssen.
- Da die Laufzeitstruktur der neu ausgegebenen Anleihen bisher nicht bekannt ist, kann auch die daraus resultierende Zinsbelastung nicht exakt kalkuliert werden. Die Zinszahlungen auf die bisher bereitgestellten Mittel aus dem ersten Griechenland-Rettungspaket sinken jedoch auf jeden Fall. Bei einem gegenwärtigen Euribor-Zins für 3-Monats-Anlagen von 0,67 Prozent würde der Zinssatz auf etwas mehr als 2 Prozent sinken. Der durchschnittliche von Griechenland zu zahlende Zinssatz wird daher bis 2020 mit 2,5 Prozent angenommen. Da ab diesem Zeitpunkt die Zinsbelastung durch die umgeschuldeten Anleihen deutlich steigt, wird danach von einem durchschnittlichen Zinssatz von 3 Prozent ausgegangen.

## Übersicht 1: Die finanzielle Entwicklung Griechenlands bis 2050 (in Mrd. Euro)

Jahr	Tilgung	Zins	Umsch-1	Umsch-2	Umsch-3	Summe-FB	PU-abs	Kum-FB	PÜQ-1	PÜQ-2
2010	28,25 €	13,00 €	28,25 €		13,00 €	41,25 €	10,00 €	51,25 €		
2011	23,04 €	15,00 €	23,04 €		15,00 €	38,04 €	7,00 €	96,29 €		
2012	37,40 €	11,00 €	0,00 €	0,00 €	6,05 €	6,05 €	5,00 €	107,34 €		
2013	20,80 €	11,00 €	0,00 €	0,00 €	6,05 €	6,05 €	3,00 €	116,39 €		
2014	30,90 €	12,00 €	0,00 €	0,00 €	6,60 €	6,60 €	1,00 €	123,99 €		
2015	17,60 €	12,00 €	0,00 €	0,00 €	6,60 €	6,60 €	0,00 €	130,59 €		
2016	7,80 €	13,00 €	0,00 €	0,00 €	7,15 €	7,15 €	0,00 €	137,74 €		
2017	16,40 €	13,00 €	0,00 €	0,00 €	7,15 €	7,15 €	0,00 €	144,89 €		
2018	7,70 €	14,00 €	0,00 €	0,00 €	7,70 €	7,70 €	-1,00 €	151,59 €		
2019	23,70 €	14,00 €	0,00 €	0,00 €	7,70 €	7,70 €	-3,00 €	156,29 €		
2020	5,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	8,25 €	8,25 €	-5,00 €	159,54 €		
2021	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		170,79 €	4,46	3,73
2022	8,50 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		182,04 €	4,33	3,55
2023	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		193,29 €	4,21	3,38
2024	10,50 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		204,54 €	4,08	3,22
2025	7,20 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		215,79 €	3,96	3,07
2026	7,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		227,04 €	3,85	2,92
2027	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		238,29 €	3,74	2,78
2028	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		249,54 €	3,63	2,65
2029	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		260,79 €	3,52	2,52
2030	11,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		272,04 €	3,42	2,40
2031	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		283,29 €	3,32	2,29
2032	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		294,54 €	3,22	2,18
2033	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		305,79 €	3,13	2,08
2034	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		317,04 €	3,04	1,98
2035	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		328,29 €	2,95	1,88
2036	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		339,54 €	2,86	1,79
2037	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		350,79 €	2,78	1,71
2038	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		362,04 €	2,70	1,63
2039	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		373,29 €	2,62	1,55
2040	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		384,54 €	2,54	1,47
2041	0,00 €	15,00 €	0,00 €	0,00 €	11,25 €	11,25 €		395,79 €	2,47	1,40
2042	0,00 €	14,00 €	18,70 €	10,00 €	10,50 €	39,20 €		434,99 €	8,36	4,66
2043	0,00 €	14,00 €	10,40 €	10,00 €	10,50 €	30,90 €		465,89 €	6,40	3,50
2044	0,00 €	13,00 €	15,45 €	10,00 €	9,75 €	35,20 €		501,09 €	7,07	3,80
2045	0,00 €	13,00 €	8,80 €	10,00 €	9,75 €	28,55 €		529,64 €	5,57	2,93
2046	0,00 €	12,00 €	3,90 €	10,00 €	9,00 €	22,90 €		552,54 €	4,34	2,24
2047	0,00 €	12,00 €	8,20 €	10,00 €	9,00 €	27,20 €		579,74 €	5,00	2,53
2048	0,00 €	11,00 €	3,85 €	10,00 €	8,25 €	22,10 €		601,84 €	3,95	1,96
2049	0,00 €	11,00 €	11,85 €	10,00 €	8,25 €	30,10 €		631,94 €	5,22	2,54
2050	0,00 €	10,00 €	2,50 €	10,00 €	7,50 €	20,00 €		651,94 €	3,37	1,61

- Umsch-1 : Umschuldung privater Gläubiger (Laufzeitverlängerung um 30 Jahre)  
Umsch-2 : Umschuldung (Tilgung) öffentlicher Kredite  
Umsch-3 : Veränderte Zinszahlungen aufgrund geänderter Konditionen  
PU-abs : Absolutes Primärungleichgewicht ( – = Überschuss)  
Summe-FB : Finanzierungsbedarf in der laufenden Periode  
Kum-FB : Kumulierter Finanzierungsbedarf  
PÜQ-1 : Notwendige Primärüberschussquote bei einem jährlichen (durchschnittlichen) Wirtschaftswachstum von 3 Prozent (ab 2017)  
PÜQ-2 : Notwendige Primärüberschussquote bei einem jährlichen (durchschnittlichen) Wirtschaftswachstum von 5 Prozent (ab 2017)

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Europäische Kommission (2011b).

Vor diesem Hintergrund lässt sich der in Übersicht 1 zusammengestellte Finanzierungsbedarf (FB) Griechenlands sowie die notwendigen Primärüberschussquoten (PÜQ-1 bzw. PÜQ-2) zur Finanzierung des Schuldendienstes für die Jahre 2010 bis 2050 unter den – oben erläuterten – Rahmenbedingungen ablesen.

Geht man – wie oben erläutert – davon aus, dass Griechenland aufgrund beider Rettungspakete insgesamt etwa 170 Mrd. Euro zur Finanzierung notwendiger Staatsausgaben zur Verfügung stehen, dann ließe sich das Ziel, Griechenland bis 2020 „vom Kapitalmarkt zu nehmen“, realisieren. Würden allerdings die Primärdefizite in den nächsten Jahren größer ausfallen als hier angenommen oder die Zinsbelastung ansteigen, dann wären weitere finanzielle Hilfen notwendig.

Spätestens 2021 müsste sich Griechenland dann aber in einer finanziellen Situation befinden, die weitere Hilfen überflüssig macht. Dies könnte auf der einen Seite dadurch geschehen, dass Griechenland eine Primärüberschussquote realisiert, die den Schuldendienst aus eigener Kraft zu decken vermag. Geht man zunächst von einer durchschnittlichen längerfristigen Wachstumsrate von 3 Prozent aus, so zeigt Übersicht 1 (PÜQ-1), dass ab 2021 zunächst Primärüberschussquoten von gut vier Prozent notwendig wären, um diese Bedingung zu erfüllen. Und selbst bei einem Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 5 Prozent (PÜQ-2) müsste die notwendige Primärüberschussquote noch bei knapp vier Prozent liegen. Dieses Szenario geht ferner von der positiven Annahme aus, dass im Rahmen der gegenwärtigen Umschuldung alle privaten Forderungen um 30 Jahre verlängert werden. Da die privaten Gläubiger allerdings zwischen Laufzeiten von 11 bis 30 Jahren wählen konnten, werden ab 2023 zusätzliche Tilgungszahlungen zu finanzieren sein. Für jeden Tilgungsbetrag in Höhe von 5 Mrd. Euro würde sich dabei die notwendige Primärüberschussquote um etwa 2 Prozentpunkte erhöhen. Würden also 2023 – neben den Zinszahlungen – Tilgungsbeträge in Höhe von 10 Mrd. Euro anfallen, bei einem angenommenen Wirtschaftswachstum von 3 Prozent (PÜQ-1), dann stiege die notwendige Primärüberschussquote auf etwa 8,2 Prozent. 2030 hätte sich der Einfluss von Tilgungszahlungen in Höhe von je 5 Mrd. Euro auf 1,5 Prozentpunkte reduziert.

Während Primärüberschussquoten von 3 bis 4 Prozent ab 2020 bei günstigen Rahmenbedingungen realisierbar erscheinen, übersteigen Quoten von 8 und mehr Prozent selbst die ausgesprochen positiven Annahmen des IWF, der von einer längerfristigen Primärüberschussquote von 7 Prozent ausgeht (vgl. Bencek, D. und Klodt, H. 2011). Um eine Primärüberschussquote von 5 Prozent – bezogen auf die Haushaltssituation Griechenlands im Jahre 2010 (Staatseinnahmen: 90 Mrd. Euro; Primärausgaben: 101 Mrd. Euro; Primärdefizit: 11 Mrd. Euro = Primärdefizitquote von ca. 5 Prozent) – zu erreichen, müssten bei gegebenen Einnahmen die Primärausgaben um 22 Prozent sinken oder bei gegebenen Primärausgaben die Einnahmen um 24 Prozent steigen. Voraussetzung dafür ist aber, dass zwischenzeitlich keine neuen Kredite bereitgestellt werden müssen.

Auf der anderen Seite wäre eine Haushaltsfinanzierung ohne fremde Hilfe dann möglich, wenn Griechenland sich ab 2020 wieder an den privaten Kapitalmärkten verschulden könnte. Die zuvor angestellten Überlegungen zeigen jedoch, dass sich Griechenland ab 2020 in einer ähnlich prekären Situation befinden wird wie gegenwärtig. Die jüngsten Erfahrungen sowie die Finanzierungssituation in den

kommenden Jahren wird daher in keiner Weise dazu beitragen, das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des griechischen Staates zu verbessern – ganz im Gegenteil. Damit werden aber auch die Risikoprämien in den nächsten Jahren nicht so weit sinken, dass Griechenland in der Lage oder – aufgrund der Zinshöhe – bereit sein wird, seine Schulden ab 2021 am Markt zu finanzieren.

Stehen aber weder hinreichend hohe Primärüberschussquoten noch eine private Finanzierung ab 2021 zur Verfügung, dann bedarf Griechenland spätestens von diesem Zeitpunkt an entweder eines neuen finanziellen Rettungspakets oder einer erneuten Umschuldung. Über weitere finanzielle Hilfen vor 2020 wird gegenwärtig bereits diskutiert. Eine erneute Umschuldung könnte ebenfalls schon vor 2020 notwendig werden, wenn die Schuldenstandsquote nicht wie erwartet während der nächsten Jahre deutlich sinkt.

Ob und in welchem Umfang die privaten Gläubiger ein zweites Mal zu einem Forderungsverzicht (bei den umgetauschten Anleihen) herangezogen werden können ist gegenwärtig unklar. Wird eine EU-(Teil-)Garantie für die neu ausgegebenen Anleihen bereitgestellt, ist dieses Instrument (zum Teil) ausgeschlossen. Dann bleibt aber in erster Linie ein Schuldenschnitt im Bereich der öffentlichen Gläubiger. Da Kredite vom IWF bisher stets und vollständig bedient wurden, blieben nur die europäischen Garantieländer und die EZB, um auf Forderungen zu verzichten. Begonnen hat dieser schleichende Prozess bereits damit, dass man den Zins für Hilfskredite weit unter den Marktzins – soweit ein solcher überhaupt noch existiert – gesenkt hat. Bisher gibt es auch keinen (offiziellen) Tilgungsplan für die öffentlichen Hilfskredite. Es ist daher damit zu rechnen, dass deren Laufzeit – entgegen den anfänglichen Bekundungen – in einem weiteren Schritt deutlich ausgeweitet werden wird. Zu denken wäre etwa an 30 Jahre. Ähnliche Maßnahmen wären vorstellbar, wenn griechische Staatsanleihen im Besitz der EZB nicht (aus eigener Kraft) bedient werden können. Eine abschließende Maßnahme vor einem Nominalwertverzicht könnte ferner darin bestehen, komplett auf Zinszahlungen zu verzichten.

Die zuvor angestellten Überlegungen zeigen, dass zwar der Schuldenschnitt erfolgreich war, Griechenland aber damit bei weitem nicht gerettet ist. Selbst unter positiven Erwartungen hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung Griechenlands (Szenario 2 in Abbildung 6) wird die Schuldenstandsquote bis 2020 nur in begrenztem Umfang sinken. Dies wird aber zugleich zur Folge haben, dass es – aufgrund der gesammelten Erfahrungen – Griechenland auch nach 2020 auf Jahre hinaus nicht möglich sein wird, sich am privaten Kapitalmarkt zu einem Zins zu verschulden, den man als längerfristig tragfähig ansehen kann. Man bewegt sich folglich bei der Griechenland-Rettung auf sehr dünnem Eis und es bleibt zu befürchten, dass die äußerst ambitionierten (impliziten) Ziele des aktuellen Rettungspakets erneut nicht erreicht werden können. Griechenland hat durch das neue



Hilfspaket und den damit verbundenen freiwilligen Forderungsverzicht zwar Zeit gewonnen, ist aber keinesfalls gerettet.

## 7. Weitergehender Finanzierungsbedarf und -quellen

Hauptargument gegen eine Umschuldung Griechenlands waren bis in die jüngste Vergangenheit Befürchtungen, ein solches Vorgehen würde systemische Risiken auslösen und damit unübersehbare Kollateralschäden verursachen. Hierzu könnten auf der einen Seite Bankeninsolvenzen sowie Refinanzierungsschwierigkeiten der nationalen Banken bei der EZB zählen, auf der anderen Seite wird aber immer auch ein Übergreifen der Krise insbesondere auf Spanien und Italien befürchtet, was – bei unveränderter Vorgehensweise – noch weit größere Finanzierungserfordernisse bedeuten könnte, die Übersicht 2 veranschaulicht.

### Übersicht 2: Staatlicher Finanzierungsbedarf in der EWU (in Mrd. Euro)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Tilgung	28,3 €	23,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €
<b>GR</b>	Zins	13,0 €	15,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €	7,0 €
	Kum-Sum	41,3 €	79,3 €	86,3 €	93,3 €	100,3 €	107,3 €	114,3 €	121,3 €	128,3 €	135,3 €	142,3 €
	Tilgung		4,4 €	5,9 €	6,0 €	11,9 €	0,2 €	10,2 €	0,0 €	54,9 €	14,5 €	26,8 €
<b>Irland</b>	Zins		6,0 €	8,0 €	10,0 €	10,0 €	10,0 €	10,0 €	10,0 €	10,0 €	10,0 €	10,0 €
	Kum-Sum		10,4 €	24,3 €	40,3 €	62,2 €	72,4 €	92,6 €	102,6 €	167,5 €	192,0 €	228,8 €
	Tilgung		15,7 €	18,4 €	10,8 €	16,0 €	11,9 €	10,2 €	7,1 €	7,1 €	8,8 €	9,3 €
<b>Portugal</b>	Zins		9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €	9,0 €
	Kum-Sum		24,7 €	52,1 €	71,9 €	96,9 €	117,8 €	137,0 €	153,1 €	169,2 €	187,0 €	205,3 €
	Tilgung			109,4 €	75,4 €	67,9 €	42,5 €	37,1 €	30,1 €	17,8 €	30,2 €	19,7 €
<b>Spanien</b>	Zins			25,0 €	25,0 €	25,0 €	25,0 €	25,0 €	25,0 €	25,0 €	25,0 €	25,0 €
	Kum-Sum			134,4 €	234,8 €	327,7 €	395,2 €	457,3 €	512,4 €	555,2 €	610,4 €	655,1 €
	Tilgung			244,8 €	144,9 €	106,8 €	139,5 €	68,0 €	86,0 €	59,5 €	70,0 €	73,0 €
<b>Italien</b>	Zins			80,0 €	80,0 €	80,0 €	80,0 €	80,0 €	80,0 €	80,0 €	80,0 €	80,0 €
	Kum-Sum			324,8 €	549,7 €	736,5 €	956,0 €	1.104,0 €	1.270,0 €	1.409,5 €	1.559,5 €	1.712,5 €
<b>Ges-Jahr</b>		41,3 €	73,1 €	507,5 €	368,1 €	333,6 €	325,1 €	256,5 €	254,2 €	270,3 €	254,5 €	259,8 €
<b>Gesamt-1</b>		41,3 €	114,4 €	162,7 €	205,5 €	259,4 €	297,5 €	343,9 €	377,0 €	465,0 €	514,3 €	576,4 €
<b>Gesamt-2</b>		41,3 €	114,4 €	621,9 €	990,0 €	1.323,6 €	1.648,7 €	1.905,2 €	2.159,4 €	2.429,7 €	2.684,2 €	2.944,0 €

Tilgung : Tilgung **privater** Schulden

Ges-Jahr : Finanzierungsbedarf pro Jahr

Kum-Sum: Kumulierte Summe

Gesamt-1 : Kumulierte Summe GR, Irland und Portugal

Gesamt-2 : Kumulierte Summe GR, Irland, Portugal, Spanien und Italien

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Europäische Kommission (2011b).

Übersicht 2 zeigt den (potentiellen) kumulierten Finanzierungsbedarf aller gegenwärtigen Problem-Länder bis 2020. Insgesamt handelt es sich dabei noch um eine konservative Schätzung des Gesamtvolumens. So wurde bereits die jüngst vereinbarte Umschuldung Griechenlands berücksichtigt. Außerdem wurden für alle Länder die Zinszahlungen der Jahre 2011/12 in die Zukunft fortgeschrieben, obgleich eher mit steigenden Belastungen zu rechnen ist, da die Verschuldung in den betroffenen Ländern (zunächst) noch weiter ansteigen wird. Ferner betreffen die Til-

gungszahlungen für alle Länder nur die privaten Schulden. Für Spanien und Italien wurden darüber hinaus für 2011 keine Finanzierungsbeträge berücksichtigt, weil sich beide Länder bisher am privaten Kapitalmarkt finanzieren konnten.

Betrachtet man vor diesem Hintergrund die notwendigen Finanzierungsbeträge, dann erfordert allein die – bis zu diesem Zeitpunkt notwendige – öffentliche Finanzierung Griechenlands, Irlands und Portugals einen Betrag von mindestens 580 Mrd. Euro. Würde man darüber hinaus auch Spanien und Italien ab 2012 aus internationalen Rettungstöpfen finanzieren, so erhöhte sich der gesamte Finanzierungsbedarf allein bis 2020 auf rund 3000 Mrd. Euro. Das entspricht etwa 120 Prozent des BIP der Bundesrepublik Deutschland im Jahre 2011. Würden diese beiden Länder aber zu Empfängern von Hilfszahlungen und damit zugleich als Zahler in den EFSF/ESM ausfallen, stiege der Finanzierungsanteil Deutschlands – unter sonst gleichen Bedingungen – auf 43 Prozent an.

## **Euro-Bonds**

Angesichts solcher „drohender“ Finanzierungserfordernisse hatte man im Vorfeld des Treffens von Kanzlerin Merkel und Staatspräsident Sarkozy am 16. August 2011 (erneut) über die Einführung von Euro-Bonds diskutiert. Hierdurch sollten bestehende Unsicherheiten bezüglich einer Finanzierung spanischer und italienischer Staatsschulden ausgeräumt werden. Euro-Bonds sind aber kein gänzlich neues Finanzierungsinstrument, sondern spielen bereits im Rahmen des permanenten Rettungsschirms eine bedeutende Rolle. Mit ihrer Hilfe sollen nämlich diejenigen Mittel aufgebracht werden, die anschließend den von der Illiquidität oder Insolvenz bedrohten Staaten in Form von Krediten zur Verfügung gestellt werden. Bisher war allerdings vorgesehen, dass ihr Umfang auf das Volumen des Rettungsfonds und auf Länder begrenzt wird, die einer EWU-Rettungsmaßnahme unterliegen. Bei den jetzt diskutierten Euro-Bonds geht es hingegen um eine im Prinzip grundsätzliche und damit auch unbegrenzte Finanzierungsform der europäischen Staatsverschuldung.

Hinsichtlich der Ausgestaltung und der Rahmenbedingungen solcher Euro-Bonds stehen verschiedene Vorschläge im Raum: Ein erster Vorschlag geht zurück auf Jakob von Weizsäcker und Jacques Delpla, und wurde erstmals im Mai 2010 vorgelegt (vgl. von Weizsäcker, J. und Delpla, J. 2011). Sie schlagen vor, zwischen sogenannten „Blue Bonds“ und „Red Bonds“ zu unterscheiden. Blue Bonds sind dabei die eigentlichen Euro-Bonds, die von den Staaten der Euro-Zone gemeinsam emittiert werden und für die sie auch gesamtschuldnerisch haften. Diese Blue Bonds sollen allen Mitgliedsländern bis zu einer Schuldenstandsquote von 60 Prozent zur Verfügung stehen. Darüber hinaus können Red Bonds von denjenigen Staaten ausgegeben werden, deren Schuldenstandsquote die 60-Prozent-Grenze übersteigt. Hierbei handelt es sich aber um eine rein nationale Emission, für die auch keine europäische Haftung besteht.

Dieser Vorschlag ist aber – wenn überhaupt – nur in derjenigen (Ideal-)Situation sinnvoll, in der alle Mitgliedsländer eine vergleichsweise niedrige Verschuldungsquote aufweisen. Zur Lösung der aktuellen Problematik trägt er allerdings in der beabsichtigten Form nicht bei. Länder mit einer Schuldenstandsquote unter 60 Prozent sind nämlich in der Regel nicht auf Euro-Bonds angewiesen. Sie werden über ein gutes Rating verfügen und auch bei nationalen Emissionen – wenn überhaupt – nur einen geringen Risikoaufschlag zahlen. Diejenigen hingegen, die aufgrund ihrer aktuellen Schuldensituation gerne Euro-Bonds (Blue Bonds) in Anspruch nehmen würden, könnten dies aber auch unter diesem Vorschlag nicht, weil ihre Schuldenstandsquoten 60 Prozent (deutlich) übersteigen. Vielmehr müssten sie – wie bisher – nationale Staatsschuldtitel (Red Bonds) ausgeben, für die entsprechend hohe Zinsen zu zahlen sind. Dies sieht der oben beschriebene Vorschlag sogar explizit vor, um – richtigerweise – die entsprechenden Staaten von einer übermäßigen Verschuldung abzuhalten.

Zum Teil wird dieser Vorschlag aber auch so interpretiert, dass einem Mitgliedsland Blue Bonds bis zur Höhe einer Schuldenstandsquote von 60 Prozent unter allen Umständen „zustehen“ – selbst rückwirkend. Dies hätte zur Konsequenz, dass auch Länder wie Griechenland und Italien mit aktuellen Schuldenstandsquoten von rund 150 beziehungsweise 120 Prozent (nachträglich) in Höhe von 60 Prozent ihres BIP Euro-(Blue) Bonds erhielten. Dadurch würden aber auf der einen Seite alle positiven Anreizwirkungen dieses Vorschlags ausgehebelt. Auf der anderen Seite würde sich sehr schnell das Problem ergeben, dass die Zinsen für den übersteigenden Teil aufgrund des nun darauf konzentrierten Risikos ansteigen und daher Druck entsteht, die Grenze für die Ausgabe von Blue Bonds zu erhöhen – bis am Ende die gesamte Staatsschuld durch Blue Bonds finanziert wird. Damit wird auch deutlich, dass dieser Vorschlag – zumindest in der zuvor dargestellten Interpretation – lediglich eine alternative Variante der Schuldenfinanzierung in der aktuellen Krisensituation darstellt; mit allen in Kapitel 4 erläuterten Problemen.

In der gegenwärtigen Situation kann es also nur um solche Euro-Bonds gehen, die gerade den Problemländern (unbegrenzt) zur Verfügung gestellt werden. Dabei ergeben sich insbesondere folgende Fragen:

- In welchem Umfang müssten Euro-Bonds ausgegeben werden?
- Zu welchen Konditionen sind diese am Markt zu platzieren?
- Welche Wirkungen hat diese Politik auf die Länder der Euro-Zone?

Der Umfang an Euro-Bonds wird zunächst durch den notwendigen Finanzierungsbedarf der betroffenen Länder bestimmt. Wie Übersicht 2 veranschaulicht, erfordert allein die Finanzierung Griechenlands, Irlands und Portugals bis 2020 einen Betrag in Höhe von etwa 830 Mrd. Euro. Kämen Spanien und Italien ab 2012 hinzu, so erhöhte sich der gesamte Finanzierungsbedarf bis 2020 auf rund 3000 Mrd. Euro.

Betrachtet man vor diesem Hintergrund den notwendigen Umfang von Euro-Bonds, erscheint es wenig überzeugend davon auszugehen, dass die Marktteilnehmer Deutschland und (bereits jetzt mit Einschränkungen) Frankreich zutrauen, einen solchen Betrag nahezu allein zu garantieren und im schlimmsten Fall (kurzfristig) bereitzustellen. Sollten sich also entsprechende Wertpapiere – im Laufe der nächsten Jahre – im oben beschriebenen Umfang absetzen lassen, dann wohl nur zu deutlich höheren und auch immer weiter steigenden Zinsen, die eine entsprechende Risikoprämie widerspiegeln. Eine grundsätzliche Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit dieses Konzeptes ist zudem ein Verzicht derjenigen Länder auf nationale Emissionen, die ein besseres Rating als den zukünftigen „Durchschnittswert“ aufweisen. Anderenfalls käme es zu einer Konkurrenzsituation zu Gunsten der guten Risiken und zu Lasten der Euro-Bonds.

Willem Buiter – Chefvolkswirt der Citigroup – ist hingegen der Ansicht, dass ein solch umfangreicher Liquiditätsbedarf letztlich nur durch die EZB und ihr Ankaufsprogramm für Staatsanleihen gedeckt werden kann. Für diese Meinung spricht die bereits gegenwärtig zu beobachtende Entwicklung steigender Prämien für Kreditausfallversicherungen (CDS) Deutschlands und Frankreichs. Dies könnte auf wachsende Zweifel hindeuten, ob diese Länder (längerfristig) in der Lage sein werden, die entsprechenden Finanzierungsbeträge zu garantieren. Werden Spanien und Italien nämlich zu Nehmerländern des Rettungsfonds, würde dies den Finanzierungsanteil Deutschlands von 29 auf 43 Prozent und denjenigen Frankreichs von 22 auf 32 Prozent ansteigen lassen (vgl. Anhang 1).

Bei einer Finanzierung über die EZB kommt ferner das Problem künftiger Inflationsgefahren hinzu. Ein jährlicher Finanzierungsbedarf von durchschnittlich ca. 300 Mrd. Euro entspräche etwa 20 Prozent der Geldbasis, auf deren Grundlage die Geldmengenaggregate entstehen. Nur wenn es der EZB gelingt, diesen Liquiditätszufluss auf Dauer über andere Finanzierungsinstrumente wieder vom Markt zu nehmen (zu „sterilisieren“), kann das Risiko einer künftigen Inflation ausgeschlossen werden. Die Finanzierung führt dann lediglich zu einer Umstrukturierung der Entstehungskomponenten der Geldbasis. Gelingt eine solche Sterilisation jedoch nicht (vollständig), so erhöht sich die Inflationsgefahr auf längere Sicht. Hinzu kommen das Verlustrisiko der EZB durch den Ankauf ausfallgefährdeter nationaler Staatsschuldtitel sowie ein Vertrauensverlust in die EZB als von der Politik unabhängige Hüterin der Preisniveaustabilität.

In der Anfangsphase einer Finanzierung über Euro-Bonds werden Problemländer ihre Staatsschuld zu einem Zinssatz finanzieren können, der deutlich unter dem Marktzins für nationale Emissionen dieser Länder liegt. Das bedeutet zugleich auch einen deutlich reduzierten Schuldendienst. Dies gilt allerdings gegenwärtig schon für Griechenland, Irland und Portugal, deren Zins beim letzten Krisengipfel auf 3,5 Prozent herabgesetzt wurde. Der umgekehrte Effekt trifft jedoch auf diejenigen Mitgliedsländer der Euro-Zone zu, die (bisher) vergleichsweise solide Staatsfinanzen aufweisen und über ein gutes Rating (AAA) verfügen. Hierzu zäh-

len gegenwärtig insbesondere Deutschland, Frankreich (bereits mit gewissen Einschränkungen), Österreich, die Niederlande, Luxemburg und Finnland. Diese Länder müssten in Zukunft einen höheren Zins bei der Finanzierung ihrer Staatsverschuldung zahlen. Es soll an dieser Stelle nicht über das Ausmaß des Zinsanstiegs spekuliert werden.<sup>16</sup> Jeder Prozentpunkt allerdings, um den der Zins, den Deutschland dann zu zahlen hätte, ansteigen würde, erhöht – bezogen auf die Staatsverschuldung des Jahres 2010 – den Schuldendienst um jährlich ca. 21 Mrd. Euro; mit steigender Tendenz.

Neben den Zinswirkungen geht es aber auch um die Anreizwirkungen einer solchen Politik. Auf der einen Seite ist zu befürchten, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen zu einer immer weiter ansteigenden Staatsverschuldung führen werden, die dann als alternativlos „verkauft“ wird. Die Erfahrung der zurückliegenden Jahre ohne entsprechende Risikoprämien hat ferner gezeigt, dass es der Politik kaum gelingen wird, über entsprechende Rahmenbedingungen wie etwa den Stabilitätspakt oder direkte Haushaltsvorgaben die Verschuldung effektiv zu begrenzen – allen politischen Schwüren zum Trotz. Auf der anderen Seite würde dies bedeuten, dass ein Europäisches Finanzministerium oder eine Europäische Schuldenagentur in Zukunft jeden – vermeintlich notwendigen – Finanzierungsbedarf bedienen wird. Der Transferunion wären damit keine Grenzen mehr gesetzt. Zugleich transformiert man aber auch die gegenwärtig (noch) nationalen Verschuldungsprobleme auf diese Weise zunehmend auf die europäische Ebene, so dass wir möglicherweise in einigen Jahren über eine Insolvenz der gesamten Euro-Zone diskutieren. Ein solches Horror-Szenario soll deutlich machen, dass eine Finanzierung der europäischen Staatsschulden – wie sie gegenwärtig von vielen gefordert wird – auf Dauer nicht möglich ist. Eine solche Politik schadet der Euro-Zone langfristig eher, als dass sie ihr nutzt.<sup>17</sup>

## **Hebelung**

Als weitere Alternative, entsprechend umfangreiche Mittel zur Finanzierung der Krisenländer bereitzustellen, wurde im Herbst 2011 in verstärktem Maße über eine „Hebelung“ der EFSF-Kredite nachgedacht – und zwar noch bevor die Aufstockung auf 440 Mrd. Euro endgültig beschlossen wurde. Von politischer Seite wurde dies als eine „möglichst effiziente Nutzung“ der EFSF-Mittel oder „Stärkung des Rettungsfonds“ bezeichnet (vgl. beispielhaft NZZ 2011; FAZ 2011a). Eine Möglichkeit, entsprechende Hebelwirkungen zu entfalten, besteht darin, die EFSF mit einer Banklizenz auszustatten, so dass sie sich bei der EZB refinanzieren und dadurch ein Vielfaches an Krediten vergeben könnte. Einsetzen könnte sie dabei auch die Staatsschuldenscheine der Krisenländer, da sie weiterhin uneingeschränkt

---

<sup>16</sup> Die Rating-Agentur Standard & Poor's hat allerdings angekündigt, das Rating und damit der Zins für Euro-Bonds würde sich am schwächsten Glied der Kette (Griechenland) orientieren. Vgl. hierzu FAZ (2011d).

<sup>17</sup> Zu einer gegenteiligen Position siehe etwa Welfens, P. J. J. (2011).

als Sicherheiten von der EZB akzeptiert werden. Dies käme aber einer (in der Euro-Zone verbotenen) monetären Finanzierung der Staatsschulden gleich, weshalb sich insbesondere die Deutsche Bundesbank gegen diesen Vorschlag ausgesprochen hat (vgl. FAZ 2011b). Ferner würde auf diese Weise das Haftungsrisiko für die beteiligten Länder ebenfalls gehebelt. Andere Varianten sehen etwa eine Verbriefung von Wertpapieren vor, die dann an Investoren in Drittländern verkauft werden sollen. Dies kommt den strukturierten Produkten nahe, mit denen man eigentlich hinreichend schlechte Erfahrungen im Rahmen der Finanzkrise gemacht hat. Entscheidend ist jedoch, dass eine Hebelung stets auch das Haftungsrisiko für die bürgenden Staaten erhöht.

Je stärker aber die Finanzierungsbeträge der Rettungsfonds und damit die Bürgschaften der Euro-Mitgliedsländer in Zukunft steigen, desto größer wird auch das Risiko und die Höhe eines potenziellen Forderungsausfalls. Daher hat die Ratingagentur Standard & Poor's bereits vor einiger Zeit vor einer finanziellen Überforderung Deutschlands durch immer höhere Rettungsfonds gewarnt, die am Ende auch Deutschlands Bonität negativ beeinflussen könnte. (Vgl. FAZ 2011c)

Dem gegenüber muss man aber auch sehen, dass bei einer weiteren (zusätzlichen) Finanzierung der gegenwärtigen Krisenländer stetig steigende Hilfsbeträge notwendig werden, deren gesamte Rückzahlung mehr als ungewiss ist. Daher nehmen das Ausfallrisiko und die Ausfallhöhe im Zeitablauf immer weiter zu (vgl. etwa FAZ 2011a). Der genaue Umfang eines möglichen Ausfalls bleibt aber bis zum konkreten Eintritt dieses Ereignisses offen, was die Attraktivität der Finanzierungsstrategie aus Sicht der Politik zusätzlich erhöhen mag.

Entscheidet man sich hingegen (auch) für einen Forderungsverzicht bis hin zu staatlichen Insolvenzen, dann erfordert dies eine mehr oder weniger umfangreiche Rekapitalisierung der betroffenen Banken, um eine Systemkrise zu vermeiden. Die damit verbundenen Kosten sind auf der einen Seite abhängig von den Forderungen gegenüber dem Staat und den Banken der betroffenen Länder und auf der anderen Seite vom Umfang des Forderungsverzichts (Abschreibungsbedarfs). Es ist in diesem Zusammenhang ferner zu unterscheiden zwischen den nationalen Banken der betroffenen Länder und den ausländischen Banken – hier insbesondere Banken aus den Euro-Mitgliedsländern. Übersicht 3 zeigt die entsprechenden Bankforderungen und damit den maximalen Rekapitalisierungsbedarf geordnet nach Krisenländern.

### Übersicht 3: Banken-Forderungen gegenüber Krisenländern

	EU-Banken gegenüber		Nationale Banken gegenü.
	Banken	Staat	dem Staat
Griechenland	3,1	23,5	55,4
Irland	46,8	10,5	7,4
Portugal	21,4	20,3	13,7
Spanien	131,8	60,8	224,4
Italien	90,2	139,7	153,4
Summe	293,3	254,8	454,3

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Zahlen in Anhang 2.

Bei den ausländischen (EU-)Banken stellt sich ferner die Frage, in welchem Umfang deren Forderungen – ohne große Probleme – von den Instituten selbst getragen werden können. An dieser Stelle bildet somit das haftende Eigenkapital der Bankaktionäre den ersten Puffer für Verluste, die möglicherweise ab 2020 besser zu verkräften sein werden, weil bis dahin auch die Umsetzung von Basel III realisiert sein soll (vgl. Schulz, T. und Smeets, H.-D. 2011). Geht man hingegen davon aus, dass die Rekapitalisierung notleidender Banken durch einen rückzahlbaren Kredit oder durch einen Eigentumserwerb des Staates (EFSF/ESM) erfolgt, dann würden die oben genannten Beträge nicht in vollem Umfang Verluste des Steuerzahlers darstellen, „weil dieser gleichzeitig [einen] Anspruch auf die damit verbundenen Vermögenswerte erhält“ (Hau, H. und Lucke, B. 2011).

EU-Energiekommissar Oettinger äußerte im Vorfeld des Zusammentreffens zwischen Merkel und Sarkozy gegenüber dem Handelsblatt am 15. August 2011 Bedenken, eine Insolvenz Italiens werde die Euro-Zone „wahrscheinlich sprengen, weil Italien dann als Geberland des Europäischen Rettungsfonds EFSF ausfalle“. Was bedeutet dies aber konkret? Lässt sich – aus politischen oder ökonomischen Gründen – der oben beschriebene notwendige Finanzierungsbedarf von den verbliebenen Mitgliedsländern nicht bereitstellen, so muss Italien zunächst einmal seinen Haushalt weitgehend aus eigener Kraft sanieren. Gegebenenfalls muss das Land mit seinen Gläubigern über einen Forderungsverzicht (Haircut) verhandeln. Sollte Italien der Ansicht sein, die Konsolidierungsmaßnahmen durch einen (vorübergehenden) Austritt aus der Euro-Zone besser vollziehen zu können, wird man sich gegebenenfalls auch für diese Option entscheiden. Dies bedeutet aber – wenn der Fall überhaupt eintreten sollte – zunächst „nur“, dass die Euro-Zone nicht in der gegenwärtigen Zusammensetzung weiter besteht, sondern sich „gesund-schrumpft“. Die Euro-Zone selbst bleibt jedoch erhalten. Bei all diesen Überlegungen sollte ferner nicht aus dem Auge verloren werden, dass die *wirtschaftliche* Integration Europas nicht in erster Linie durch den – wenn auch politisch sehr zugkräftigen – Euro, sondern durch den Europäischen Binnenmarkt und den damit

verbundenen Freihandel zwischen allen 27 Mitgliedsländern geprägt wurde und wird.

## 8. Austritt Griechenlands aus der EWU

Als eine Alternative zur (finanziellen) Stützung Griechenlands durch die anderen Euro-Mitgliedsländer wurde und wird immer auch der Austritt oder Ausschluss Griechenlands aus der EWU vorgeschlagen, um während einer „Aus-Zeit“ die internationale Wettbewerbsfähigkeit zurück zu gewinnen. Dabei sind die rechtlichen Aspekte eines solchen Vorgehens weitgehend ungeklärt. Fest steht allerdings, dass der Ausschluss eines Mitgliedslandes aus der EWU unmöglich ist. Unterschiedliche Meinungen gibt es allerdings zu den Fragen, ob eine staatliche Insolvenz ohne Austritt aus der EWU möglich ist und ob ein Austritt aus der EWU zugleich auch einen Austritt aus der EU impliziert (vgl. Seidel, M. 2007; Seidel, M. 2010; DekaBank 2010). Obgleich diese Variante unter politischen Gesichtspunkten wohl eher keine Rolle spielen wird, sollen ihre Konsequenzen an dieser Stelle kurz erläutert werden.

Wird dieses Szenario allerdings relevant, dann müsste Griechenland zunächst wieder eine nationale Währung einführen (etwa die „Neue Drachme“), die nach dem Austritt sicherlich schnell und deutlich abgewertet würde. Diese Entwicklung führt auf der einen Seite dazu, dass die auf Euro lautenden Schulden Griechenlands zu Schulden in Auslandswährung werden. Auf der anderen Seite wird die unmittelbar einsetzende Abwertung der nationalen griechischen Währung dazu führen, dass die Verschuldung – in heimischer Währung gerechnet – noch weiter ansteigt. Käme es etwa zu einer 50-prozentigen Abwertung der griechischen Währung, würde dies einen Anstieg der aktuellen Staatsverschuldung von 350 Mrd. Neuen Drachmen auf 525 Mrd. Neuen Drachmen bedeuten. Spätestens dann würde man die Insolvenz Griechenlands wohl nicht mehr in Zweifel ziehen.

Durch einen Austritt Griechenlands aus der EWU ändern sich die zuvor aufgestellten Kriterien und Überlegungen daher wie folgt: Die Altschulden in Euro werden nun zu Auslandsschulden in Fremdwährung (FB), die letztlich nur durch Überschüsse in der Handels- und Dienstleistungsbilanz<sup>18</sup> (HDB) beziehungsweise durch den Rückgriff auf Währungsreserven (R) zu finanzieren sind. Das Nettoauslandsvermögen, das über die Insolvenz oder Illiquidität eines Landes entscheidet, ergibt sich dann in Analogie zu (1) wie folgt:

$$(8) \quad NAV = R_0 + \sum_{t=0}^n \left[ (HDB_t) / (1+r)^t \right] - FB_0$$

---

<sup>18</sup> Hierbei ist zu beachten, dass der Handels- und Dienstleistungsbilanz (HDB)-Überschuss größer sein muss als der Leistungsbilanzüberschuss, da bei einem Netto-Schuldnerland gilt:  $LB = HDB - z \cdot FB$ . Der HDB-Saldo bildet auch den Aktionsparameter für die Politik.



Auch in diesem Fall wird es äußerst schwierig sein, den Wert der zukünftigen Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschüsse abzuschätzen. Leichter fällt hingegen die Bemessung des „Vermögens“ in Form der Währungsreserven<sup>19</sup>. Letztlich wird man aber auch hier in erster Linie auf das Kriterium der Illiquidität abstellen müssen, das sich nun – wie Gleichungen (7) und (8) zeigen – als notwendiger Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschuss (HDBÜ) beziehungsweise dessen Quote im Verhältnis zum nominalen BIP (HDBÜQ) ergibt:

$$(9) \quad HDB\ddot{U} = z \cdot FB + Til = Y - A$$

$$(10) \quad HDB\ddot{U}Q = \frac{HDB\ddot{U}}{Y^{nom}}$$

Gleichung (7) zeigt vor dem Hintergrund der Absorptionstheorie ferner, wie stark die nationale Produktion (Y) steigen und die nationale Absorption (A) – bestehend aus privatem Konsum und Investitionen sowie den Staatsausgaben – sinken muss, um den notwendigen HDBÜ zu garantieren. Dies entspricht der nationalen Aufbringung des Finanzierungsbedarfs in Form des Primärüberschusses in Gleichung (3). Ist mit dem Austritt aus der EWU zugleich eine Abwertung der (wieder) eingeführten nationalen Währung verbunden, so steigen damit auch der Finanzierungsbedarf in heimischer Währung und die notwendige positive Differenz zwischen Produktion und Absorption. In diesem Fall steht aber auch eine weitere Politikvariable in Form des Wechselkurses zur Verfügung. Ansonsten lassen sich die zuvor angestellten Überlegungen bezüglich Insolvenz und Umschuldung in heimischer Währung analog auf die Auslandsverschuldung übertragen.

Ob die Abwertung der Neuen Drachme ausreichen würde, um (kurzfristig) hinreichend hohe Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschüsse für den notwendigen Schuldendienst zu generieren, erscheint äußerst fraglich. Positiv wirken könnte die Abwertung hingegen mittel- und längerfristig auf die Produktionsstruktur. Das veränderte Preisverhältnis könnte Produktionsfaktoren in den Bereich handelsfähiger Güter lenken und aus dem aufgeblähten Bereich der nicht-handelsfähigen Güter abziehen. Auf diese Weise könnten längerfristige Wachstumspotentiale für die griechische Wirtschaft aufgedeckt und genutzt werden. Diese Marktsignale wären auf jeden Fall verlässlicher als eine politisch motivierte staatliche (europäische) Investitionslenkung.

Für eine notwendige Rettung des nationalen (griechischen) Bankensystems wäre nun jedoch das ausgetretene Land selbst, etwa in Form der Zentralbank als „lender of last resort“, zuständig. Darüber hinaus besteht auch nicht die Notwendigkeit, vorhandene Primärdefizite im Staatsbudget (temporär) durch supranationale Institutionen zu finanzieren, da der Staat selbst diese Lücke schließen kann – wenn

---

<sup>19</sup> Vgl. hierzu auch die Angaben in Fußnote 13.

auch kurzfristig nur über die Zentralbank, die nun nationales Geld bereitstellen müsste, da wohl kein Investor neu ausgegebene Staatsschuldtitel zu erwerben bereit sein wird. In diesem Fall würde der Staat sein Budgetdefizit zumindest teilweise über (höhere) Inflation finanzieren. Die erwartete Abwertung der „Neuen Drachme“ würde ferner zu einem Anstieg der (Nominal-)Zinsen führen, der – in Abhängigkeit von der Erwartungsbildung der privaten Wirtschaftssubjekte – wiederum einen Rückgang der (Investitions-) Ausgaben nach sich ziehen könnte.

Ein zentrales Problem im Vorfeld eines Austritts aus der EWU bildet jedoch zweifelsfrei der drohende Bank-run. Der mit dem Ausschluss oder Austritt des betreffenden Landes verbundene Umtausch von Euro in eine (schwache) nationale Währung würde sofort zu einem Abzug aller vorhandenen Euroguthaben führen – und zwar nicht nur in Griechenland, sondern auch in allen anderen Ländern, die sich in ähnlichen Situationen befinden. Dieses Problem ließe sich – wenn überhaupt – wohl nur mit Hilfe administrativer Beschränkungen oder vertrauenswürdiger staatlicher Garantien lösen.

## **9. Längerfristige Aussichten – wie lassen sich künftige Krisen vermeiden?**

Längerfristig lässt sich eine erneute Staatsschuldenkrise nur durch präventive Maßnahmen in Form des Marktmechanismus sowie verbindlicher und entsprechend sanktionierter fiskalischer Budgetregeln vermeiden – auch wenn aus heutiger Sicht der Eindruck entstehen mag, dass beide in der aktuellen Situation versagt haben. Dabei gilt es jedoch zu bedenken, dass die Explosion der Staatsschulden insbesondere im Rahmen der Finanzkrise zustande gekommen ist (vgl. Smeets, H.-D. 2009). Noch im Jahr 2007 verfehlte nur Griechenland von den Mitgliedsländern der EWU mit 5,1 Prozent das Defizitkriterium (vgl. European Union 2010). Aber erst nachdem das Defizit 2008 noch weiter auf 7,7 Prozent anstieg, wurde 2009 ein Defizitverfahren eingeleitet. Im Fall Griechenlands kommt hinzu, dass die Entwicklung der Staatsverschuldung bewusst verschleiert wurde (vgl. Europäische Kommission 2010) und somit auch ein funktionierender SWP kaum hätte greifen können<sup>20</sup>.

Alle in der jüngeren Vergangenheit beschlossenen Neuregelungen des SWP sowie der am 1. März unterzeichnete Fiskalpakt und die darin enthaltenen nationalen Schuldenbremsen stellen – wenn sie denn umgesetzt werden – zweifelsfrei Schritte in die richtige Richtung dar. Beim Fiskalpakt wird dabei entscheidend sein, ob Übergangszeiten zugestanden werden und mit welchem Nachdruck die nationalen Gerichte die Einhaltung der Schuldenbremsen durchsetzen werden. Beim SWP spielt hingegen die – bereits vom damaligen deutschen Finanzminister Waigel geforderte – automatische Sanktionierung eines „Fehlverhaltens“ eine herausragende Rolle. Diesem Ziel ist man durch die Einführung der umgekehrten qualifizierten

---

<sup>20</sup> Zu den Hintergründen der griechischen Situation siehe etwa Baumgarten, M. und Klodt, H. (2010) sowie Schrader, K. und Laaser, C.-F. (2010), a.a.O.

Mehrheit zumindest näher gekommen. Träte noch ein Stimmrechtsentzug für betroffene Mitgliedsländer im (ECOFIN-)Rat hinzu, fiel es umso schwerer, die notwendigen Stimmen für eine umgekehrte qualifizierte Mehrheit zu erreichen und damit Sanktionen (zunächst) auszuschließen. Fraglich bleibt hingegen, ob Geldstrafen in diesem Zusammenhang anreizkompatibel wirken. Ohne eine entsprechende Stärkung des SWP wird er auch künftig nicht die notwendige Durchschlagkraft besitzen, um auf eine frühzeitige Umkehr beziehungsweise eine Vermeidung größerer Ungleichgewichte hinzuwirken.

Eine (zusätzliche) marktmäßige Disziplinierung kann hingegen nur dann greifen, wenn statt oder zumindest neben dauerhaften supranationalen Rettungsfonds oder Euro-Bonds, die letztlich die Transferunion zu Lasten der Steuerzahler etablieren, die (institutionalisierte) Haftung privater Gläubiger nicht ausgeschlossen wird. Nur wenn eine private Beteiligung an den Forderungsverlusten „droht“, werden risikobedingte Zinssteigerungen eine marktmäßige Disziplinierung von Schuldnerstaaten bewirken. Ohne das drohende Ausfallrisiko können die Kapitalmärkte keine „Aufpasserfunktion“ übernehmen und abschreckend auf Schuldensünder wirken. Insgesamt erfordert eine marktmäßige Disziplinierung folglich, dass es den Politikern gelingt, ein erneutes Bail-out von Schuldnerstaaten oder Gläubigerbanken glaubhaft auszuschließen – so schwierig das auch sein mag.

Dazu hat die Änderung des Artikels 136 AEU Vertrag (neuer Absatz 3) mit dem folgenden Wortlaut aber keineswegs beigetragen.

„Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilisierungsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“

Die weiterhin existierende No-bail-out-Klausel in Artikel 125 AEU Vertrag wird hierdurch eher noch unglaubwürdiger als bisher.

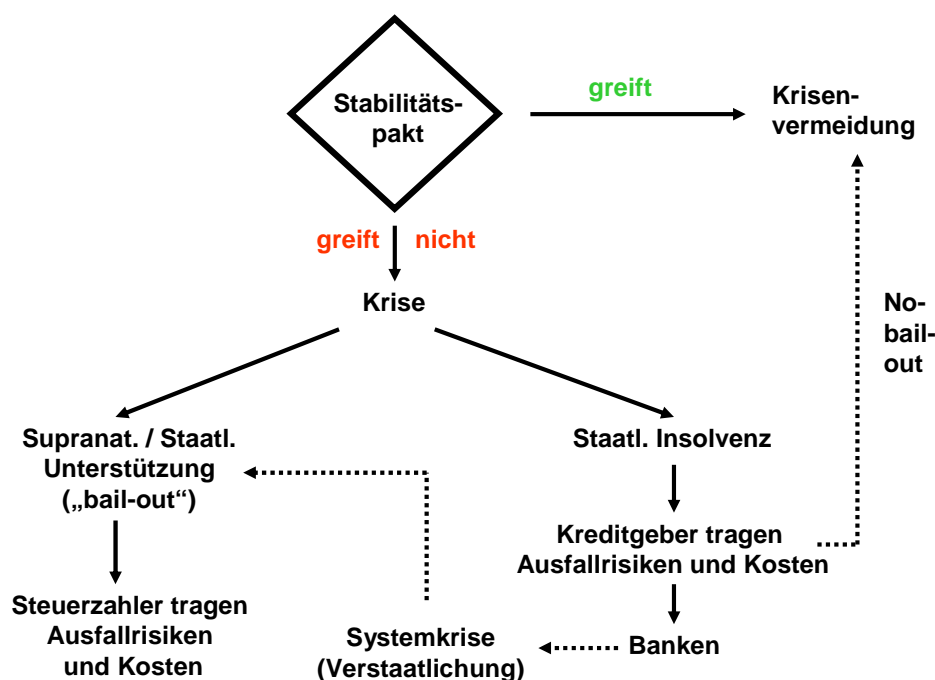
Ein Insolvenzverfahren für Staaten und die damit verknüpften Marktmechanismen finden ferner dort ihre Grenze, wo die Ausfallrisiken von Banken doch wieder komplett vom Staat übernommen werden, weil man eine nationale oder sogar unionsweite Systemkrise (Bank-run) befürchtet. Dies ließe sich nur dann vermeiden, wenn die Banken entweder aufgrund entsprechender Eigenkapital- und Diversifizierungsvorschriften – etwa im Rahmen von Basel III – in die Lage versetzt würden, entsprechende Verluste zu tragen (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen 2010, S. 36-39), oder wenn eine Bad-Bank-Lösung<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Die Bad-Bank sollte jedoch so ausgestaltet sein, dass die geretteten Banken längerfristig selbst einen Teil ihres Verlustes zu tragen haben. Zu denken wäre hier etwa an den Vorschlag von van Suintum, U. und Ilgmann, C. (2009), der im Zusammenhang mit der Finanzkrise die Ausgabe von Zero-Bonds vorgeschlagen hat, die erst dann zurückgezahlt werden, wenn die (verbliebenen) Tilgungsbeträge und die Zinsen darauf auf den Gesamtwert der

die Verluste in die Zukunft transformieren würde. Die zuvor beschriebenen Wirkungsmechanismen fasst Abbildung 8 nochmals zusammen.

**Abb. 8: Künftiger Umgang mit Schuldnerstaaten**



Quelle: Eigene Darstellung.

Neben die Haushaltskonsolidierung müssen allerdings auch Wachstumsimpulse für die betroffenen Länder hinzutreten und gegebenenfalls im Rahmen des SWP durchgesetzt werden. Die Grundlage der Wachstumsimpulse sollten aber auf keinen Fall keynesianische Ausgabenprogramme bilden, da hierdurch die Staatsausgaben und damit die Budgetprobleme nur erneut anwachsen würden. Eine Ursachenadäquate Politik sollte vielmehr auf notwendige Strukturreformen dringen. Nur auf diese Weise lässt sich neues Vertrauen an den Märkten gewinnen. Betrachtet man zum Beispiel Spanien, so müssten Strukturreformen an den Ursachen der dortigen Krise ansetzen, in deren Mittelpunkt die 2007 geplatze Immobilienblase steht. Bisher ist es dort aber nicht gelungen, die Immobilienpreise und Löhne hinreichend zu senken sowie den Umfang des Bausektors zu reduzieren, um dadurch Ressourcen für den Exportbereich freizusetzen. (Vgl. Alcidi, C. und Gros, D. 2012)

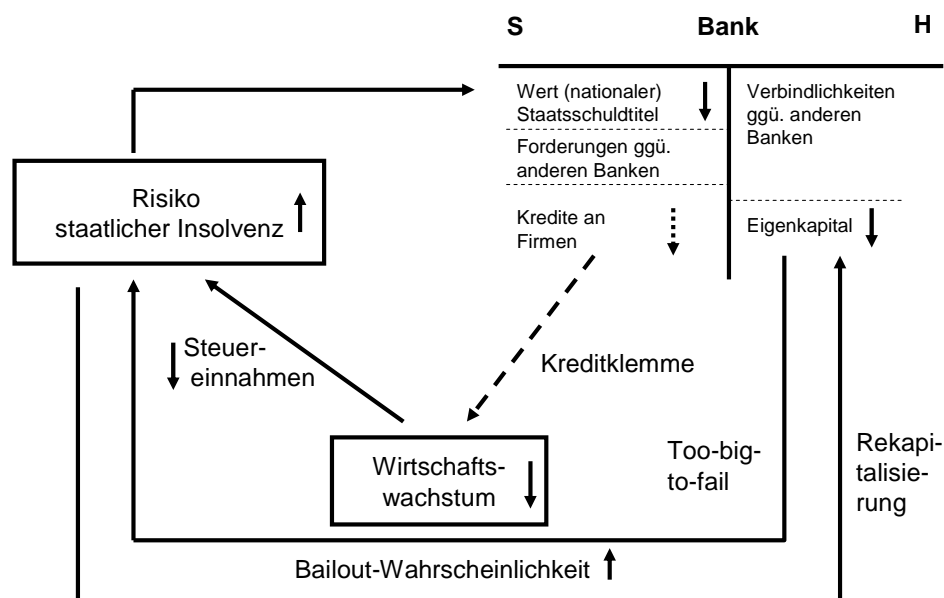
Ein weiteres – längerfristig zu lösendes – Problem stellt der Teufelskreis zwischen Staatsschuldenkrise auf der einen Seite und Banken Krisen auf der anderen Seite dar. Den Kernpunkt dieses Zusammenhangs bildet der hohe Anteil an nationalen

---

ausgegebenen Zero-Bonds angestiegen sind. Dies hätte ferner zur Folge, dass auch die betroffenen Banken einen Teil der Anpassungslast zu tragen hätten, die jedoch über einen längeren Zeitraum gestreckt und verteilt wird.

Staatsschuldtiteln, der von den Banken der europäischen Länder gehalten wird. Kommt es zu einer Staatsschuldenkrise, dann werden (hohe) Abschreibungen insbesondere bei den nationalen Banken ausgelöst, die wiederum zu Eigenkapitalverlusten führen. Handelt es sich um systemisch relevante Banken, die „too big to fail“ sind, dann erhöht dies die Wahrscheinlichkeit oder die (vermeintliche) Notwendigkeit, diese Banken mit staatlicher Hilfe zu retten – was aber den Staatshaushalt (noch mehr) belastet und eine Staatsschuldenkrise bis hin zur Insolvenz des Landes in Gang setzt oder verschärft. Dies zeigt der Fall Irland, wo die Bankenrettung vor dem Hintergrund der Bankenkrise in den Jahren 2008/2009 erfolgte. Hinzu kommen kann ein zweiter (Rückkopplungs-)Kanal, der über eine – aufgrund von Eigenkapitalverlusten – verminderte Kreditvergabe der Banken (Kreditklemme) zu einer Reduktion des Wirtschaftswachstums führt. Durch Steuerausfälle kann wiederum der Staatshaushalt (weiter) in Mitleidenschaft gezogen werden. Diese Zusammenhänge veranschaulicht Abbildung 9.

**Abb. 9: Beziehungen zwischen Staatsschulden und Banken**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Brunnermeier et al (2011).

Vor diesem Hintergrund sind auch die gegenwärtigen Vorschläge zur (Zwangs-) Rekapitalisierung von Banken zu sehen. Die aktuelle Strategie setzt jedoch eher an den Symptomen (Eigenkapitalverlust) und nicht an den Ursachen des Problems an. Damit bleibt aber die Frage, auf welche Weise man „die“ Ursache – den Bias zugunsten nationaler Staatsschuldtitel – bekämpfen kann.<sup>22</sup> Richtig und in jedem Fall wichtig ist dabei, dass im Rahmen der Bankenregulierung in Zukunft Staatsschuld-

<sup>22</sup> Zur Lösung dieses Problems hat eine Forschergruppe (The euro-nomics group) um den deutschen Princeton-Ökonomen Markus Brunnermeier am 26. September 2011 ein Konzept für „sichere europäische Staatsanleihen“ [European Safe Bonds (ESBies)] vorgelegt. Vgl. hierzu: Brunnermeier, M. et al (2011).

titel (nach ihrer Sicherheit) mit Eigenkapital unterlegt werden sollten. Den Bias für nationale Staatsschuldtitel könnte man ferner unterbinden, indem man in den Regulierungsvorschriften vorsieht, dass keine „Klumpenrisiken“ im Bereich der Staatsschuldtitel eingegangen werden dürfen. Konkretisiert werden könnte eine solche Vorschrift etwa durch einen Anteil von maximal 10 Prozent an Staatsschuldtiteln eines jeden Landes. Völlig abwegig ist hingegen die von politischer Seite geäußerte Vorstellung, die europäischen Problemländer müssten um jeden Preis gerettet werden, um eine Insolvenz unter allen Umständen auszuschließen und das Vertrauen in Staatsanleihen zu erhalten. Der Staat sollte sich nicht seine Realität schaffen, sondern die Regulierungsvorschriften sollten an die Realität angepasst werden. Darüber hinaus sind Maßnahmen wie die gegenwärtig überaus expansive Geldpolitik zu vermeiden, die künstliche Anreize zum Ankauf heimischer Staatsschuldtitel durch Banken schaffen.

Ist das Kind aber in den Brunnen gefallen, heißt: existieren – wie gegenwärtig – hohe Defizit- und Schuldenstandsquoten, dann stellt sich die Frage nach einem glaubwürdigen Ausstiegsszenario, das auch die Erwartungen der Marktteilnehmer stabilisiert. Diejenigen Länder, die Rettungsmaßnahmen in Anspruch nehmen, sollten vor diesem Hintergrund durch eine entsprechende Konditionalität zu Anpassungsmaßnahmen – insbesondere auch in Form von Strukturreformen – verpflichtet werden, die sich an den (neuen) Vorschriften des SWP orientieren. Diesen Ländern gegenwärtig mit Geldbußen zu drohen wäre unsinnig und unglaubwürdig, müssten sie doch so oder so aus den Rettungsfonds finanziert werden. Nach dem Auslaufen der Rettungsmaßnahmen – wann immer das sein mag – müssen aber auch sie wieder den (dann geltenden) Vorschriften des SWP unterworfen werden.

Bei allen anderen Mitgliedsländern der EWU sollte man – wenn dies nicht bereits aus eigener Initiative und im eigenen Interesse geschieht – mit Hilfe eines weiter gestärkten SWP dafür sorgen, dass schnellstmöglich Anpassungsprozesse in Gang gesetzt werden. Dies gilt sowohl für die Rückführung der Defizit- als auch der Schuldenstandsquote. Eine solche Politik ist sinnvoll und notwendig, um neue „Brandherde“ und damit verbundene Rettungsmaßnahmen zu vermeiden. Hierzu sollten die im Moment noch geltenden Fristen zum Abbau der Defizite (vgl. European Union 2010) bis 2012 oder 2013 nicht verlängert werden und Zuwiderhandlungen gegen entsprechende Auflagen sofort zu entsprechenden Sanktionen führen (vgl. Glomb, W. 2010, S. 351). Es wird sich zeigen, ob der im Juli 2011 gefasste Beschluss, die Defizitquote in allen EWU-Mitgliedsländern, die nicht von Hilfsprogrammen abhängig sind, bis spätestens 2013 unter die Drei-Prozent-Grenze zu senken (vgl. Council of the European Union 2011b), eingehalten wird. Nur wenn entsprechende Vorgaben zu einer Umkehr in der Verschuldungspolitik führen, lässt sich Vertrauen in deren Tragfähigkeit schaffen, das dann auch zu einer Beruhigung der Märkte und zu sinkenden Zinsen beitragen wird.

Während der Übergangszeit und danach sollten – parallel zu den fiskalischen Budgetregeln – insbesondere die Kapitalmärkte ihrer „Aufpasserfunktion“ nachkommen. Sowohl der Fall Griechenland als auch die jüngsten Entwicklungen in Italien haben die disziplinierende Wirkung der (Anleihe-)Märkte unter Beweis gestellt. Deutliche Risikoaufschläge haben auf der einen Seite zu einem erheblichen Konsolidierungsdruck geführt, der allerdings allzu oft ausschließlich als negativ interpretiert wird. Da dieser Druck aber in der Regel erst dann einsetzt, wenn alle anderen (freiwilligen oder erzwungenen) Maßnahmen nicht greifen, ist ein deutliches Zins-„Zeichen“ durchaus sinnvoll. Auf der anderen Seite haben die umfangreichen Rettungspakete und die offizielle „Ermächtigung“ hierzu in Artikel 136 Absatz 3 AEU Vertrag aber auch zu erheblichen Moral-Hazard-Problemen geführt. Wer glaubt schon daran, dass nach dem Auslaufen der Rettungspakete im Ernstfall keine (weiteren) Hilfen mehr bereitgestellt werden – und sei es „nur“, um das europäische Bankensystem vor einem vermeintlichen Kollaps zu bewahren? Dauerhafte Hilfsprogramme für immer mehr Mitgliedsländer des Euro-Währungsgebiets würden auf jeden Fall den endgültigen Übergang in eine Transferunion bedeuten, die zweifelsfrei mit umfangreichen finanzpolitischen Fehlanreizen einhergehen würde. Die Politik sollte sich ferner nicht nur mit den akuten Problemfällen beschäftigen, sondern auch die Euro-Zone insgesamt im Auge behalten und damit die (bisher) nicht von der Staatsschuldenkrise unmittelbar betroffenen Länder – soweit nötig – zu Konsolidierungsanstrengungen verpflichten.

## **10. Fazit**

Abschließend lassen sich die Ergebnisse der vorstehenden Überlegungen kurz wie folgt zusammenfassen:

- Die Euro-Mitgliedsländer und der IWF haben sich bisher in erster Linie auf eine Finanzierung der von einer Insolvenz bedrohten Länder beschränkt. Dafür wurden verschiedene Rettungspakete bereitgestellt.
- Trotz eines Forderungsverzichts privater Gläubiger in Höhe von 53,5 Prozent ist Griechenland nicht dauerhaft gerettet. Weitere finanzielle Hilfen oder eine erneute Umschuldung – spätestens ab 2021 – sind damit nicht ausgeschlossen.
- Eine längerfristige Finanzierung von immer mehr Krisenländern wird in absehbarer Zeit an ihre Grenzen stoßen. Würden entsprechende Hilfen über Euro-Bonds aufgebracht, kämen auf Deutschland zusätzliche Zinskosten zu und die Gefahr erheblicher Fehlanreize in Richtung einer noch höheren Verschuldung in der EWU würde heraufbeschworen.
- Ein Austritt Griechenlands aus der EWU würde dessen Belastungen noch erhöhen. Die sofortige Insolvenz sowie die damit verbundenen Folgewirkungen wären dann unvermeidbar. Ein kaum zu lösendes Problem besteht in dem zu befürchtenden Bank-Run – und zwar nicht nur in Griechenland, sondern dann mit Sicherheit auch in den anderen Krisenländern. Ob eine Insol-

venz in der EWU möglich ist und ob ein Austritt aus der EWU zugleich einen Austritt aus der EU impliziert, ist aus juristischer Sicht unklar. Aus ökonomischer Sicht erscheint ein Austritt aus der EU als Folge eines Austritts aus der EWU aber in keiner Weise zwingend, da auch andere Länder wie etwa Polen, Ungarn, Dänemark und Großbritannien als EU-Mitgliedsländer nicht der EWU angehören.

- Längerfristig wird man eine (erneute) übermäßige Verschuldung nur durch gestärkte Fiskalregeln in Verbindung mit Marktmechanismen in Form von angemessenen Risikoprämien verhindern können. Hinzutreten sollten aber auch Wachstumsimpulse, die allerdings durch entsprechende Strukturreformen ausgelöst werden sollten.
- In der Übergangsphase sollte man sich – trotz aller akuten Probleme – nicht ausschließlich auf die aktuellen Krisenländer konzentrieren, sondern bereits jetzt darauf achten, dass diejenigen Länder, die sich gegenwärtig noch keinen Finanzierungsproblemen gegenübersehen, nicht die Krisenländer von morgen werden – auch wenn dies möglicherweise zu einem Konflikt mit der aktuellen Finanzierungsstrategie führt.

Die vorstehenden Überlegungen analysieren die unmittelbaren Wirkungen der Staatsschuldenkrise in der EWU nahezu ausschließlich aus ökonomischer Sicht. Dies verleugnet keineswegs, dass mit der europäischen Integration im Allgemeinen und der EWU im Speziellen auch politische Nutzen – sowie ökonomische Nutzen in anderen Bereichen – verbunden sein können. Ziel dieser Analyse sollte es jedoch sein, Alternativen und deren Kosten aufzuzeigen, die dann den politischen Nutzen gegenübergestellt werden können. In Abhängigkeit der Gewichtung von Kosten und Nutzen ergeben sich die individuelle Einschätzung der Lage sowie die daraus abzuleitenden (politischen) Entscheidungen.



## Anhang 1

**Abb. A1.1: Anteile einzelner Länder an der EZB  
(korrigiert um Griechenland, Irland und Portugal)**

Land	Anteil EZB (%)	Korr. Anteil EZB (%)	Korr. Anteil EZB (%)
		ohne Griechenl.	ohne Gr., Irland, Port.
Deutschland	18,94	27,92	29,15
Frankreich	14,22	20,96	21,88
Italien	12,50	18,43	19,24
Spanien	8,30	12,23	12,77
Niederlande	4,00	5,90	6,16
Belgien	2,43	3,58	3,74
Österreich	1,94	2,86	2,99
Portugal	1,75	2,58	0,00
Finnland	1,25	1,84	1,92
Irland	1,11	1,64	0,00
Slowakei	0,69	1,02	1,06
Slowenien	0,33	0,49	0,51
Luxemburg	0,18	0,27	0,28
Zypern	0,14	0,21	0,22
Malta	0,06	0,09	0,09
Griechenland	1,97	0,00	0,00
Summe	69,81	100,00	100,00

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Europäische Zentralbank (2009).

Die grundsätzliche Korrektur der EZB-Anteile ist erforderlich, weil auch diejenigen EU-Mitgliedsländer, die nicht der Währungsunion angehören, am Kapital der EZB beteiligt sind (mit ca. 30 Prozent).

**Abb. A1.2: Anteile einzelner Länder an der EZB  
(korrigiert um Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien)**

Land	Anteil EZB (%)	Korr. Anteil EZB (%)
Deutschland	18,94	42,87
Frankreich	14,22	32,19
Italien	12,50	0,00
Spanien	8,30	0,00
Niederlande	4,00	9,05
Belgien	2,43	5,50
Österreich	1,94	4,39
Portugal	1,75	0,00
Finnland	1,25	2,83
Irland	1,11	0,00
Slowakei	0,69	1,56
Slowenien	0,33	0,75
Luxemburg	0,18	0,41
Zypern	0,14	0,32
Malta	0,06	0,14
Griechenland	1,97	0,00
Summe	69,81	100,00

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Europäische Zentralbank (2009).

## Anhang 2

### Übersicht A2.1: Forderungen ausländischer Banken (in Mrd. Euro)

Gläubiger- Banken	SCHULDNERLÄNDER									Gesamt		
	Griechenland			Irland			Portugal			Ges.	Staat	Banken
	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken
Deutschland	14,34	8,68	0,72	78,13	2,18	15,36	23,07	6,06	6,72	115,54	16,92	22,79
Frankreich	36,85	5,56	0,45	22,33	2,01	7,57	6,62	0,11	0,58	65,79	7,68	8,60
Spanien	0,81	0,29	0,03	6,62	0,11	0,58	60,62	5,00	3,59	68,05	5,40	4,20
Großbritannien	8,88	1,60	0,77	105,45	3,57	13,83	18,00	1,35	2,47	132,34	6,53	17,07
EU	80,55	23,51	3,14	275,08	10,48	46,80	135,25	20,32	21,39	490,88	54,32	71,32

Gläubiger- Banken	SCHULDNERLÄNDER								
	Spanien			Italien			Gesamt		
	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken
Deutschland	123,74	20,31	48,22	111,30	34,22	30,93	235,04	54,53	79,15
Frankreich	111,17	20,82	27,22	286,46	63,28	28,61	397,63	84,10	55,83
Spanien	0,00	0,00	0,00	27,32	7,74	2,16	27,32	7,74	2,16
Großbritannien	71,60	4,68	14,60	47,13	6,55	6,00	118,73	11,23	20,60
EU	454,05	60,76	131,84	565,98	139,68	90,19	1020,03	200,44	222,03

Quelle: BIS (2012).

## Übersicht A2.2: Forderungen nationaler Banken gegenüber dem Staat (in Mrd. Euro)

<b>Griechenland</b>	<b>55,40</b>
<b>Irland</b>	<b>7,45</b>
<b>Portugal</b>	<b>13,69</b>
<b>Spanien</b>	<b>224,44</b>
<b>Italien</b>	<b>153,42</b>
<b>Summe</b>	<b>454,40</b>

Quelle: European Banking Authority (2011).

## Literatur

- Alcidi, C. und Gros, D. (2012), The Spanish hangover, Online unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7876> (Seitenaufruf vom 2. Mai 2012).
- Baumgarten, M. und Klodt, H. (2010), Die Schuldenmechanik in einer nicht-optimalen Währungsunion, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, Nr. 6, S. 374-379.
- Belke, A. und Dreger, C. (2011), Das zweite Rettungspaket für Griechenland, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jahrgang, Heft 9, S. 601-606.
- Bencek, D. und Klodt, H. (2011), Primärüberschüsse: Fünf Prozent sind (zu) viel, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jahrgang, Heft 9, S. 595-600.
- Bindseil, U. und Modery, W. (2011), Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Band 12, Heft 3, S. 215-241.
- BIS (2012), Statistical Annex, Online unter: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1203.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1203.pdf) (Seitenaufruf vom 1. Juni 2011).
- Brunnermeier, M. et al (2011), European Safe Bonds (ESBies)<sup>i</sup>, Online unter: <http://euro-nomics.com/wp-content/uploads/2011/09/ESBiesWEBsept262011.pdf> (Seitenaufruf vom 2. Mai 2012).
- Bundesfinanzministerium (2012a), Die Firewall steht: 800 Milliarden Euro für den Krisenfall, Online unter: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nr\\_1270/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Europa/30-03-2012-Firewall.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_1270/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Europa/30-03-2012-Firewall.html?__nnn=true) (Seitenaufruf vom 1. Juni 2012).
- Bundesfinanzministerium (2012b), Wie ordnen sich der Fiskalvertrag und der ESM in das Maßnahmenpaket zur Überwindung der Staatsschuldenkrise in der Eurozone ein?, Online unter: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nr\\_1270/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Europa/Der\\_\\_Euro/Stabilitaet/Stabilisierung-des-Euro/28-03-2012-Fiskaltvertrag-und-ESM-FAQ.html#1](http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_1270/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Europa/Der__Euro/Stabilitaet/Stabilisierung-des-Euro/28-03-2012-Fiskaltvertrag-und-ESM-FAQ.html#1) (Seitenaufruf vom 2. Mai 2012).
- Bundesfinanzministerium (2011), Die Gesamtstrategie zur Stabilisierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht April 2011.
- Bundesbank (2005), Die Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts, Monatsbericht April 2005, S. 15-21.

- Council of the European Union (2011a), Council confirms agreement on the economic governance, Online unter: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/124882.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/124882.pdf) (Seitenaufruf vom 6. Oktober 2011).
- Council of the European Union (2011b), Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions, Online unter: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf) (Seitenaufruf vom 1. Juni 2012).
- De Grauwe, P. (2005), Economics of Monetary Union, 5. Auflage, Oxford 2005.
- DekaBank (2010), Austritte aus der EWU: Was passiert, wenn ...?, in:DekaBank, Volkswirtschaft spezial, Nr. 7.
- Ehrlich, P. (2011), Das ist der Euro-Rettungsplan, Online unter <http://www.ftd.de/politik/europa/:gipfel-in-bruessel-das-ist-der-euro-rettungsplan/60082106.html> (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- Europäische Kommission (2011a), General Government Data, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/gen\\_gov\\_data/documents/2011/autumn2011\\_country\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2011/autumn2011_country_en.pdf) (Seitenaufruf vom 2. Mai 2012).
- Europäische Kommission (2011b), General Government Data, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/gen\\_gov\\_data/documents/2011/spring2011\\_country\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2011/spring2011_country_en.pdf) (Seitenaufruf vom 7. September 2011).
- Europäische Kommission (2011c), Hellenic Republic Ministry of Finance, Update of the Hellenic Stability and Growth Programme 2011-2014, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/sgp/pdf/20\\_scps/2011/01\\_programme/el\\_2011-08-10\\_sp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/pdf/20_scps/2011/01_programme/el_2011-08-10_sp_en.pdf) (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- Europäische Kommission (2010), Bericht zu den Statistiken Griechenlands über das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand, Brüssel 2010.
- Europäisches Parlament (2011), Angenommene Texte, Online unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=20110928&secondRef=TOC&language=DE> (Seitenaufruf vom 10. Oktober 2011).
- Europäische Union (2010), Excessive deficit procedure - Country-specific procedures, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/sgp/deficit/countries/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm) (Seitenaufruf vom 24. August 2011).
- Europäische Zentralbank (2009), Pressemitteilung, Online unter: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090101\\_1.de.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090101_1.de.html) (Seitenaufruf vom 7. September 2011).

- European Banking Authority (2011), 2011 EU-wide stress test results, Online unter <http://www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing/2011/2011-EU-wide-stress-test-results.aspx> (Seitenaufruf vom 7. September 2011).
- FAZ (2012a), Griechenland erhält mehr Geld als bisher bekannt, 16. März 2012, S. 11.
- FAZ (2012b), IWF-Anteil am Griechenland-Paket wird kleiner, 20. Februar 2012, S. 11.
- FAZ (2011a), Eiertanz der Finanzminister zur EFSF-Hebelung, 5. Oktober 2011, S. 11.
- FAZ (2011b), Europa diskutiert Stärkung des Rettungsfonds, 26. September 2011, S. 11.
- FAZ (2011c), Deutschlands Bonität steht auf dem Spiel, 27. September 2011, S. 11.
- FAZ (2011d), S&P droht mit Ramschstatus für Euroanleihen, 5. September 2011, S. 11.
- Glomb, W. (2010), Quo vadis Euro?, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, Nr. 6, S. 350-351.
- Griechisches Finanzministerium (2012), Press Release, Online unter: <http://av.rftdata.co.uk/files/2012/03/9-MARCH-2012.pdf> (Seitenaufruf vom 1. Juni 2012).
- Gros, D. und Alcidi, C. (2011), Was bringt der „Euro-Plus-Pakt“?, in: integration, 34. Jahrgang, Heft 2, S. 164-171.
- Hau, H. und Lucke, B. (2011), Die Alternative zum Rettungsschirm, FAZ vom 16. September 2011, S. 12.
- Hope, K. (2011), Greece growth to be worse than thought, Online unter: <http://www.ft.com/cms/s/0/3566ee24-ca6d-11e0-a0dc-00144feabdc0.html> (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- IFO-Institut (2012), Der Haftungspegel – Haftungssummen für die Euroländer und der deutsche Anteil, Online unter: [http://www.cesifo-group.de/de/link/\\_Haftungspegel](http://www.cesifo-group.de/de/link/_Haftungspegel) (Seitenaufruf vom 9. Mai 2012).
- Koopman, G. J. und Szekely, I. P. (2009), The financial crisis and potential growth – Policy challenges for Europe, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications) (Seitenaufruf vom 24. August 2011).

- Kunstein, T. und Wessels, W. (2011), Die Europäische Union in der Währungskrise: Eckdaten und Schlüsselentscheidungen, in: *integration*, 34. Jahrgang, Heftnummer 4, S. 308-322.
- Michler, A. F. und Smeets, H.-D. (2011), Die Finanzkrise: Ursachen, Wirkungen und Maßnahmen, in: Michler, A. F. und Smeets, H.-D. (Hrsg.), *Die aktuelle Finanzkrise, Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft*, Stuttgart 2011, S. 3-32.
- NZZ (2011), Mehr retten dank Hebeln?, 28. September 2011, S. 7.
- Rat der Europäischen Union (2011), Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Eurowährungsgebiets, Online unter: [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/126678.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/126678.pdf) (Seitenaufruf vom 2. Mai 2012).
- Schrader, K. und Laaser C.-F. (2010), Den Anschluss nie gefunden: Die Ursachen der griechischen Tragödie, *Wirtschaftsdienst*, 90. Jahrgang, Nr. 8, S. 540-547.
- Schulz, T. und Smeets H.-D. (2011), Rechnungslegung und Bankenregulierung, in: Kajüter, P., Mindermann, T. und Winkler, C. (Hrsg.), *Controlling und Rechnungslegung - Bestandsaufnahme, Schnittstellen, Perspektiven*, Stuttgart 2011, S. 217-241.
- Seidel, M. (2010), Aktuelle Probleme der Europäischen Währungsunion, in: *Integration*, Heft 4, S. 195-210.
- Seidel, M. (2007), Ausscheiden aus der Währungsunion? – Rechtliche Fragen, in: *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Ausgabe 20, S. 617.
- Sinn, H.-W. (2011), Target-Salden, Außenhandel und Geldschöpfung, in: *ifo Schnelldienst*, 9/2011, S. 3-5.
- Sinn, H.-W. (2010), Euro-Krise, *ifo Schnelldienst*, Sonderausgabe, 10/2010.
- Sinn, H.-W. und Wollmershäuser, T. (2011), Target Loans, Current Account Balances and the ECB's Rescue Facility, *CESifo Working Paper* Nr. 3500.
- Smeets, H.-D. (2010), Ist Griechenland noch zu retten?, in: *Wirtschaftsdienst*, 90. Jahrgang, Heft 5, S. 309-313.
- Smeets, H.-D. (2009), Die Finanzkrise – Schrecken ohne Ende?, in: *Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf* 2009, S. 315-335.
- Smeets, H.-D. und Herzberg, A. (2010), Staatliche Insolvenz in einer Währungsunion, in: *Aussenwirtschaft*, 65. Jahrgang, Heft 4, S. 379-399.

- Smeets, H.-D. und Thieme H. J. (2004), Der Stabilitäts- und Wachstumspakt – Lästiges Übel oder notwendige Schranke?, in: Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Duisburg 2004, S. 325-339.
- Van Suntum, U. und Ilgmann, C. (2009), Das Bilanzproblem der Banken – Ein Lösungsvorschlag, in: ORDO, Band 60, S. 223-246.
- Von Weizsäcker, J. und Delpla, J. (2011), Euro-Bonds ohne Transferunion, Online unter: <http://www.euractiv.de/finanzplatz-europa/artikel/euro-bonds-ohne-transferunion-004997> (Seitenaufruf vom 24. August 2011).
- Welfens, P. J. J. (2011), Für zentralisierte Eurobonds, Strukturreformen und eine Euro-Union, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jahrgang, Heft 9, S. 613-620.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2010), Ohne Finanzmarktreforemen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise, in: Monatsbericht des BMF (September), S. 36-39.
- World Gold Council (2011), Government Affairs, Online unter: [http://www.gold.org/government\\_affairs/gold\\_reserves/](http://www.gold.org/government_affairs/gold_reserves/) (Seitenaufruf vom 6. September 2011).



## BISHER ERSCHIENEN

- 30 Smeets, Heinz-Dieter, Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa, Oktober 2012.  
Erschienen in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, 63 (2012), S.125-169.
- 29 Barth, Anne-Kathrin und Heimeshoff, Ulrich, Der angemessene Kostenmaßstab für Terminierungsentgelte – „Pure LRIC“ vs. „KeL“, September 2012.
- 28 Haucap, Justus, Eine ökonomische Analyse der Überwälzbarkeit der Kernbrennstoffsteuer, September 2012.  
Erscheint in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik.
- 27 Haucap, Justus, Lange, Mirjam R. J. und Wey, Christian, Nemo Omnibus Placet: Exzessive Regulierung und staatliche Willkür, Juli 2012.
- 26 Bataille, Marc, Die Anwendung theoretischer Wettbewerbskonzepte auf den Busliniennahverkehr, Mai 2012.
- 25 Haucap, Justus, Tarifeinheit nicht durch Gesetz verankern, Mai 2012.  
Erschienen in: Wirtschaftsdienst, 92 (2012), S. 299-303.
- 24 Böckers, Veit, Giessing, Leonie, Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Rösch, Jürgen, Braucht Deutschland einen Kapazitätsmarkt für Kraftwerke? Eine Analyse des deutschen Marktes für Stromerzeugung, Januar 2012.  
Erschienen in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 81 (2012), S. 73-90.
- 23 Haucap, Justus und Heimeshoff, Ulrich, Sind Moscheen in Deutschland NIMBY-Güter?, Januar 2012.  
Erschienen in: R. Schomaker, C. Müller, A. Knorr (Hrsg.), Migration und Integration als wirtschaftliche und gesellschaftliche Ordnungsprobleme, Lucius & Lucius: Stuttgart 2012, S. 163-184.
- 22 Haucap, Justus und Klein, Gordon J., Einschränkungen der Preisgestaltung im Einzelhandel aus wettbewerbsökonomischer Perspektive, Januar 2012.  
Erschienen in: D. Ahlert (Hrsg.), Vertikale Preis- und Markenpflege im Kreuzfeuer des Kartellrechts, Gabler Verlag: Wiesbaden 2012, S. 169-186.
- 21 Wey, Christian, Nachfragemacht im Handel, Dezember 2011.  
Erschienen in: FIW (Hrsg.), Schwerpunkte des Kartellrechts 2009/2010: Referate des 37. und 38. FIW-Seminars, Carl Heymanns Verlag: Köln 2011, S. 149-160.
- 20 Smeets, Heinz-Dieter, Staatsschuldenkrise in Europa – Ist die Finanzierung der Schuldnerländer alternativlos?, November 2011.  
Erschienen in: Dialog Handwerk, Nordrhein-Westfälischer Handwerkstag, 2 (2011).
- 19 Haucap, Justus, Steuern, Wettbewerb und Wettbewerbsneutralität, Oktober 2011.  
Erschienen in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 13 (2012), S. 103-115.
- 18 Bräuninger, Michael, Haucap, Justus und Muck, Johannes, Was lesen und schätzen Ökonomen im Jahr 2011?, August 2011.  
Erschienen in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 12 (2011), S. 339-371.
- 17 Coenen, Michael, Haucap, Justus, Herr, Annika und Kuchinke, Björn A., Wettbewerbspotenziale im deutschen Apothekenmarkt, Juli 2011.  
Erschienen in: ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, 63 (2011), S. 205-229.

- 16 Haucap, Justus und Wenzel, Tobias, Wettbewerb im Internet: Was ist online anders als offline?, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 200-211.
- 15 Gersdorf, Hubertus, Netzneutralität: Regulierungsbedarf?, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 187-199.
- 14 Kruse, Jörn, Ökonomische Grundlagen des Wettbewerbs im Internet, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 175-186.
- 13 Coenen, Michael, Haucap, Justus und Herr, Annika, Regionalität: Wettbewerbliche Überlegungen zum Krankenhausmarkt, Juni 2011.  
Erschienen in: J. Klauber et al. (Hrsg.), Krankenhausreport 2012, Schattauer: Stuttgart 2012, S. 149-163.
- 12 Stühmeier, Torben, Das Leistungsschutzrecht für Presseverleger: Eine ordnungspolitische Analyse, Juni 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 61 (2012), S. 82-102.
- 11 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Mehr Plan- als Marktwirtschaft in der energiepolitischen Strategie 2020 der Europäischen Kommission, April 2011.  
Erschienen in: D. Joost, H. Oetker, M. Paschke (Hrsg.), Festschrift für Franz Jürgen Säcker zum 70. Geburtstag, Verlag C. H. Beck: München 2011, S. 721-736.
- 10 Göddeke, Anna, Haucap, Justus, Herr, Annika und Wey, Christian, Stabilität und Wandel von Arbeitsmarktinstitutionen aus wettbewerbsökonomischer Sicht, März 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Arbeitsmarktforschung, 44 (2011), S. 143-154.
- 09 Haucap, Justus, Steuerharmonisierung oder Steuerwettbewerb in Europa?, Dezember 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 64 (2011), S. 25-28.
- 08 Haucap, Justus, Eingeschränkte Rationalität in der Wettbewerbsökonomie, Dezember 2010.  
Erschienen in: H. Michael Piper (Hrsg.), Neues aus Wissenschaft und Lehre. Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2010, Düsseldorf University Press: Düsseldorf 2011, S. 495-507.
- 07 Bataille, Marc und Coenen, Michael, Zugangsentgelte zur Infrastruktur der Deutsche Bahn AG: Fluch oder Segen durch vertikale Separierung?, Dezember 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 370-388.
- 06 Normann, Hans-Theo, Experimentelle Ökonomik für die Wettbewerbspolitik, Dezember 2010.  
Erschienen in: H. Michael Piper (Hrsg.), Neues aus Wissenschaft und Lehre. Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2010, Düsseldorf University Press: Düsseldorf 2011, S. 509-522.
- 05 Baake, Pio, Kuchinke, Björn A. und Wey, Christian, Wettbewerb und Wettbewerbsvorschriften im Gesundheitswesen, November 2010.  
Erschienen in: Björn A. Kuchinke, Thorsten Sundmacher, Jürgen Zerth (Hrsg.), Wettbewerb und Gesundheitskapital, DIBOGS-Beiträge zur Gesundheitsökonomie und Sozialpolitik, Universitätsverlag Ilmenau: Ilmenau 2010, S. 10-22.
- 04 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Stühmeier, Torben, Wettbewerb im deutschen Mobilfunkmarkt, September 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 240-267.

- 03 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Industriepolitische Konsequenzen der Wirtschaftskrise, September 2010.  
Erschienen in: Theresia Theurl (Hrsg.), Wirtschaftspolitische Konsequenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 329, Duncker & Humboldt: Berlin 2010, S. 57-84.
- 02 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Uhde, Andre, Zur Neuregulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise: Bewertung der Reformvorhaben der EU aus ordnungspolitischer Sicht, September 2010.  
Erschienen in: Albrecht Michler, Heinz-Dieter Smeets (Hrsg.), Die aktuelle Finanzkrise: Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft, Lucius & Lucius: Stuttgart 2011, S. 185 -207.
- 01 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Regulierung und Deregulierung in Telekommunikationsmärkten: Theorie und Praxis, September 2010.  
Erschienen in: Stefan Bechtold, Joachim Jickeli, Mathias Rohe (Hrsg.), Recht, Ordnung und Wettbewerb: Festschrift zum 70. Geburtstag von Wernhard Möschel, Nomos Verlag: Baden-Baden 2011, S. 1005-1026.

**Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf**

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät**

Universitätsstraße 1\_ 40225 Düsseldorf  
[www.dice.hhu.de](http://www.dice.hhu.de)