

Kokert, Marius; Schäfer, Dorothea; Stephan, Andreas

**Article**

## Niedriger Leitzins: Eine Chance in der Euro-Schuldenkrise

DIW Wochenbericht

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Kokert, Marius; Schäfer, Dorothea; Stephan, Andreas (2014) : Niedriger Leitzins: Eine Chance in der Euro-Schuldenkrise, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 81, Iss. 7, pp. 115-126

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/92927>

**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.*

# Niedriger Leitzins: Eine Chance in der Euro-Schuldenkrise

Von Marius Kokert, Dorothea Schäfer und Andreas Stephan

Seit vier Jahren kämpfen die Staaten des Euroraums gegen die Hinterlassenschaften der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise an. Aber noch immer steigen die Schuldenquoten. Für die Krisenstaaten des Euroraums wurde zwar mit Rettungspaketen und Niedrigzinsen „Zeit erkaufte“. Aber solange sich die anderen Einflussgrößen nicht positiver entwickeln, bleibt es ungewiss, ob die momentane Beruhigung der Euro-Verschuldungskrise nachhaltig ist. Zweifelsfrei stellt in dieser Situation die Niedrigzinspolitik der EZB eine Erleichterung dar. Zum einen ist die Zinslast für die meisten Eurostaaten in den letzten Jahren zurückgegangen. Dieser Effekt dämpft tendenziell das Wachstum der Schuldenquote. Zum anderen stärken die niedrigen Zinsen die Wirtschaft. Dies wiederum erhöht die Steuereinnahmen des Staates und verbessert den Primärsaldo. Niedrigzinsen haben auch bei der Rückführung der Schuldenquote in den USA eine große Rolle gespielt. Zwischen 1946 und 1953 konnten die USA ihren Schuldenstand ohne Schuldenschnitt fast halbieren. Negative Primärsalden, niedrige Wachstumsraten und die niedrige Inflationsrate lassen dies in der Euro-Schuldenkrise jedoch nicht zu. Deshalb scheinen Niedrigzinsen im Moment der einzige Hebel zu sein, mit dem die Schulden tragfähiger gemacht werden können. Nun kommt es darauf an, dass die Eurostaaten die Chance auch ergreifen.

## USA 1953: Lasten des Krieges in sieben Jahren gemeistert

Nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs bekamen die USA mit Harry S. Truman einen neuen Präsidenten. Das Land war gezeichnet von einer schweren Verschuldungskrise und einer ausgeprägten Rezession. Während die Schuldenquote – die Bruttoschuldensumme geteilt durch das Bruttoinlandsprodukt – in den Vorkriegsjahren noch bei etwa 40 Prozent gelegen hatte, stieg sie von 116 Prozent im Jahr 1945 schließlich auf mehr als 121 Prozent im Jahr 1946. Die Wirtschaft schrumpfte in den Nachkriegsjahren 1945, 1946 und 1947 real im Durchschnitt um 4,3 Prozent.

Im Januar 1953 verließ Truman das Weiße Haus wieder. Die Quote aus Schulden und Wirtschaftskraft lag am Jahresende 1953 nur noch bei 70 Prozent. Innerhalb von acht Jahren hatte sich die Verschuldungsquote fast halbiert (Tabelle 1 und Abbildung 1), ohne dass ein Schuldenschnitt stattgefunden hätte und obwohl das durchschnittliche reale Wirtschaftswachstum zwischen 1945 und 1953 mit etwas über 1,7 Prozent nicht besonders hoch ausgefallen war.

Die USA verließen demnach die Schuldenfalle in relativ kurzer Zeit. Mehrere Faktoren waren für das rasche Abschmelzen der Schuldenquote verantwortlich (Kasten). Zum einen waren die Zinsen in diesem Zeitraum sehr niedrig. Beispielsweise lag in den Jahren 1945 bis 1947 die Nominalverzinsung von Dreimonatsanleihen des Staates aufs Jahr hochgerechnet bei 0,6 Prozent und darunter. Der durchschnittliche jährliche Nominalzins dieser Anlage lag in dem gesamten Zeitraum von acht Jahren bei 1,1 Prozent, und die Inflationsrate belief sich im Durchschnitt auf fast fünf Prozent. Dementsprechend niedrig war der reale Durchschnittszins in dieser Periode. Auf Jahresbasis lag die durchschnittliche Realverzinsung der Dreimonatsläufer zwischen 1945 und 1953 bei minus 3,7 Pro-

Tabelle 1

**Verschuldung, Inflation, Zinsen und Wirtschaftswachstum in den USA**

	Inflationsrate <sup>1</sup>	Nominalverzinsung pro Jahr (Three Month Treasury Bills)	Realverzinsung	Schuldenquote = Schulden/Bruttoinlandsprodukt	Nominales Bruttoinlandsprodukt in Milliarden US-Dollar	Nominalwachstum	Reales Bruttoinlandsprodukt in Milliarden US-Dollar des Jahres 1996	Realwachstum
	In Prozent					In Prozent		In Prozent
1945	2,3	0,4	-1,9	116,6	223,0	1,5	1 693	-1,2
1946	8,3	0,4	-8,0	121,9	222,3	-0,3	1 506	-11,1
1947	14,4	0,6	-13,7	105,2	244,4	9,9	1 495	-0,7
1948	8,1	1,1	-7,0	93,5	269,6	10,3	1 560	4,3
1949	-1,2	1,1	2,4	94,4	267,7	-0,7	1 551	-0,6
1950	1,3	1,2	-0,1	87,3	294,3	9,9	1 687	8,7
1951	7,9	1,5	-6,4	75,2	339,5	15,4	1 815	7,6
1952	1,9	1,7	-0,2	72,3	358,6	5,6	1 887	4,0
1953	0,8	1,9	1,1	70,0	379,9	5,9	1 974	4,6
Durchschnitt	4,8	1,1	-3,7	-	-	6,4	-	1,7

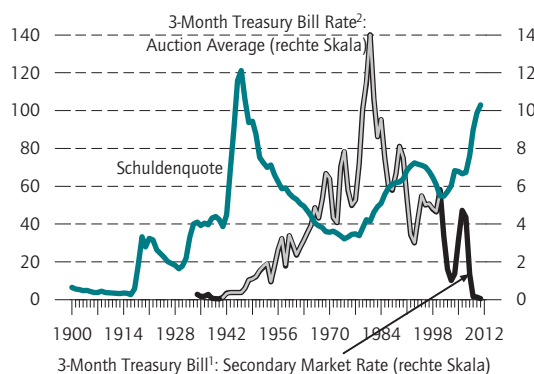
<sup>1</sup> Basierend auf dem Consumer Price Index.

Quellen: Historical Statistics of the United States, Earliest Times to the Present: Millennial Edition Online, [hsus.cambridge.org](http://hsus.cambridge.org); Berechnungen des DIW Berlin.

Trotz moderater Wachstumszahlen ....

Abbildung 1

**Schuldenquote der USA und Jahreszins auf der Basis der Three-Month Treasury Bills**  
In Prozent



<sup>1</sup> TB3MS, Monthly, Not Seasonally Adjusted.

<sup>2</sup> Discontinued Series, TB3MA, Monthly, Not Seasonally Adjusted.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED); IMF Historical Public Debt Database.

... konnten die USA nach dem Zweiten Weltkrieg innerhalb eines knappen Jahrzehnts ihre Schuldenquote fast halbieren.

zent.<sup>1</sup> Ähnlich wie heute entwickelten sich die Börsen in dieser Zeit der niedrigen Zinsen gut. Zum Beispiel stieg der Standard & Poor's 500 (S&P 500), der die 500 größten börsennotierten Unternehmen der USA umfasst, zwischen Anfang 1945 und Ende 1953 um 84 Prozent (Abbildung 2).

US-Sparer in festverzinsliche Anlagen im Allgemeinen und Käufer von US-Staatsanleihen im Besonderen sahen sich über mehrere Jahre mit einem realen Schwund ihres Rückzahlungsbetrages konfrontiert. Im Gegenzug verringerte sich jedoch auch Jahr für Jahr das Insolvenzrisiko des Staates. Eine Kombination von Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung und Verzinsung des Anlagebetrages bestimmt den Wert von Staatsanleihen in Anlageportfolios. Der Wertverminderung durch negative Realzinsen steht daher auch ein Wertzuwachs gegenüber. Auch die übrigen Sparer dürften von der Reduzierung der Schuldenquote profitiert haben. In der Regel geht eine niedrigere Schuldenquote mit einer höheren Solvenz des Staates und mit mehr Stabilität im Finanzsystem einher.

Ein Beispiel aus jüngerer Zeit für eine gelungene Reduzierung der Schuldenquote ist Schweden. Das Land konnte seine Schuldenquote innerhalb von wenigen

<sup>1</sup> Als Nominalverzinsung wurde die aufs Jahr hochgerechnete Verzinsung der Three Month Treasury Bills herangezogen.

Kasten

### Wachstum der Schuldenquote

Der Anstieg der Schuldenquote von einem Jahr zum anderen lässt sich mit  $d$  als Wachstumsrate der Bruttoschuld des Staates und  $r$  als die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts zu Marktpreisen (nominales Bruttoinlandsprodukt) durch folgende Gleichung ausdrücken:

$$\frac{\text{Schuldenstand im laufenden Jahr}}{\text{Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen im laufenden Jahr}} = \frac{(1+d) \times \text{Schuldenstand im Vorjahr}}{(1+r) \times \text{Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen im Vorjahr}}$$

Für die Wachstumsrate der Bruttoschuld gilt

$$d = \frac{-\text{Primärsaldo im laufenden Jahr} + \text{Zinszahlungen im laufenden Jahr}}{\text{Schuldenstand im Vorjahr}}$$

Der Primärsaldo ergibt sich aus den Einnahmen des Staates abzüglich jener Ausgaben, die keine *Zinszahlungen* an die Halter der Staatsschuldstitel sind. Er ist null, wenn die Ausgaben vor Zinszahlungen genau den Einnahmen entsprechen. Bei einem Primärsaldo von null entspricht die Wachstumsrate der Bruttoschuld  $d$  der **Durchschnittsverzinsung der Bruttoschuld**. Der Primärsaldo steigt, wenn bei gegebenen Einnahmen die Ausgaben sinken, oder wenn bei gegebenen Ausgaben die Einnahmen steigen.

Die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts  $r$  ist eine Funktion der realen Wachstumsrate  $r^{\text{real}}$  und der Inflationsrate  $IF$ ,

$$r = f(r^{\text{real}}, IF).$$

Steigen Inflationsrate und/oder die reale Wachstumsrate, wird die nominale Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts größer.

Das Wachstum der Schuldenquote hängt folglich vom Primärsaldo, der Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld, der realen Wachstumsrate und der Inflationsrate im laufenden Jahr ab.

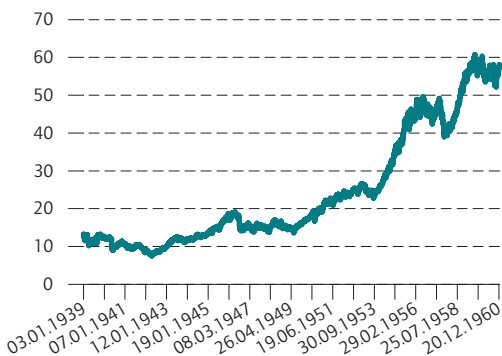
Die Schuldenquote steigt (fällt) im Zeitverlauf, wenn die Wachstumsrate des Schuldenstandes größer (kleiner) ist als die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Ist bei einem Primärsaldo von null die Durchschnittsverzinsung der Bruttoschuld  $d$  genauso hoch wie die nominale Wachstumsrate  $r$  des Bruttoinlandsprodukts, dann stagniert die Schuldenquote über die Zeit.

Bei gegebenen Werten der jeweils anderen Komponenten nimmt das Wachstum der Staatsschuldenquote ab, wenn

- der Primärsaldo zunimmt,
- die Durchschnittsverzinsung abnimmt,
- die reale Wachstumsrate größer wird,
- die Inflationsrate steigt.

Abbildung 2

### Wertentwicklung des S&P500



Quelle: Historical data: S&P 500 - U.S.

© DIW Berlin 2014

In der Niedrigzinsphase entwickelte sich die Börse gut.

Jahren halbieren. Nachdem die skandinavische Finanzkrise überstanden war, konnte Schweden im Laufe der 90er Jahre die Schuldenquote von etwa 80 auf rund 40 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zurückführen. Die Regierung erreichte dies durch ein starkes Kürzen der öffentlichen Ausgaben in einer Periode mit starkem Wirtschaftswachstum und stark steigenden Steuereinnahmen.<sup>2</sup>

### Europa nach 2007: Finanzkrise führt in die Schuldenkrise

Dem gegenwärtigen Verschuldungsproblem in der Eurozone ging kein Krieg, dafür aber die schwerste Finanzkrise nach dem Zweiten Weltkrieg voraus. Vor gut vier Jahren hat Griechenland sein A-Rating verloren. Die Hellenen waren seinerzeit die ersten, die aus dem

2 OECD Economic Surveys 2007: Sweden, chap. 1, 39.

Tabelle 2

**Die Bewertung der Euro-Staaten**

	S & P	Moody's	Fitch
Deutschland	AAA	Aaa	AAA
Finnland	AAA	Aaa	AAA
Luxemburg	AAA	Aaa	AAA
Niederlande	AA+	Aaa	AAA
Österreich	AA+	Aaa	AAA
Belgien	AA	Aa3	AA
Frankreich	AA	Aa1	AA+
Estland	AA-	A1	A+
Slowakei	A	A2	A+
Slowenien	A-	Ba1	BBB+
Irland	BBB+	Ba1	BBB+
Malta	BBB+	A3	A
Italien	BBB	Baa2	BBB+
Spanien	BBB-	Baa3	BBB
Portugal	BB	Ba3	BB+
Griechenland	B-	Caa3	B-
Zypern	B-	Caa3	B-

Quelle: Rating-Agenturen, 29. November 2013.

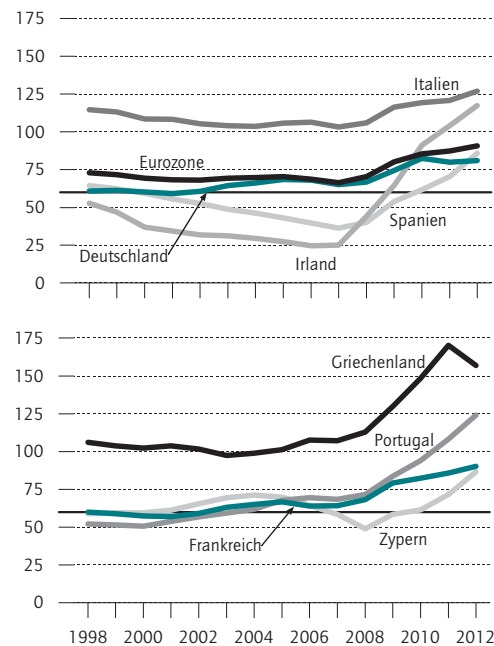
© DIW Berlin 2014

Absolute Top-Bonität ist im Euroland selten geworden.

Abbildung 3

**Schuldenquoten ausgewählter Euroländer**

In Prozent



Quellen: Eurostat; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Mit dem Ausbruch der Finanzkrise stiegen die Staatsschulden sprunghaft.

„Olymp“ der Top-Bonität fielen. Zwischen 2009 und 2012 hat dieses Schicksal jedoch viele Eurostaaten erlitten (Tabelle 2). Griechenland, Irland und Portugal verloren im Verlauf der Verschuldungskrise gar den Zugang zum Kapitalmarkt.

Eine hohe Verschuldung von Staaten wird oft der Vorstellung zugeschrieben, dass diese „über ihre Verhältnisse gelebt“ hätten – der Schuldenberg also kontinuierlich angewachsen sei, weil die Politik dazu neige, allerlei Wohltaten „auf Pump“ zu finanzieren. Ein Blick auf die Entwicklung der Schuldenquote der Eurostaaten bestätigt diese Vorstellung allerdings nicht. Zu Beginn der Währungsunion im Jahre 1999<sup>3</sup> lagen die meisten der betrachteten Euroländer nahe bei oder unter der auch nach den Maastricht-Kriterien noch akzeptablen Schuldenquote von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 3). Ausnahmen bildeten lediglich Griechenland und Italien mit einer Schuldenquote von jeweils über 100 Prozent. In den nächsten acht Jahren bis 2007 blieb die Schuldenquote für Griechenland und Italien relativ konstant. In Deutschland und Frankreich stieg sie moderat, in Portugal allerdings merklich (17 Prozentpunkte) an. Für die späteren „Sorgenkinder“ Spanien und Irland sind in dieser ersten Phase der Währungsunion sogar sinkende Quoten zu beobachten – beide Länder steuerten auf eine Halbierung ihrer Schuldenquoten zu.

Der Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007/2008 markierte einen entscheidenden Bruch. Die Schuldenquoten von Deutschland, Frankreich und auch Italien nahmen merklich zu. Deutschland, dessen Schultitel bei Investoren als sicherer Hafen gelten, entwickelte sich in den letzten drei Jahren stabil. Extrem starke Anstiege verzeichneten dagegen die Krisenländer Griechenland, Portugal, Irland und Spanien. Den stärksten relativen Anstieg gab es bei der irischen Schuldenquote. Diese verfünffachte sich zwischen 2007 und 2012 beinahe.<sup>4</sup>

Die Gründe für den Anstieg der Schuldenquoten in der Krise sind vielfältig. Da es sich beim Schuldenstand um eine Bruttogröße handelt, ist manche Belastung aus der Eurokrise zumindest in Teilen temporär. Als Beispiel seien die eingerichteten staatlichen Bad Banks

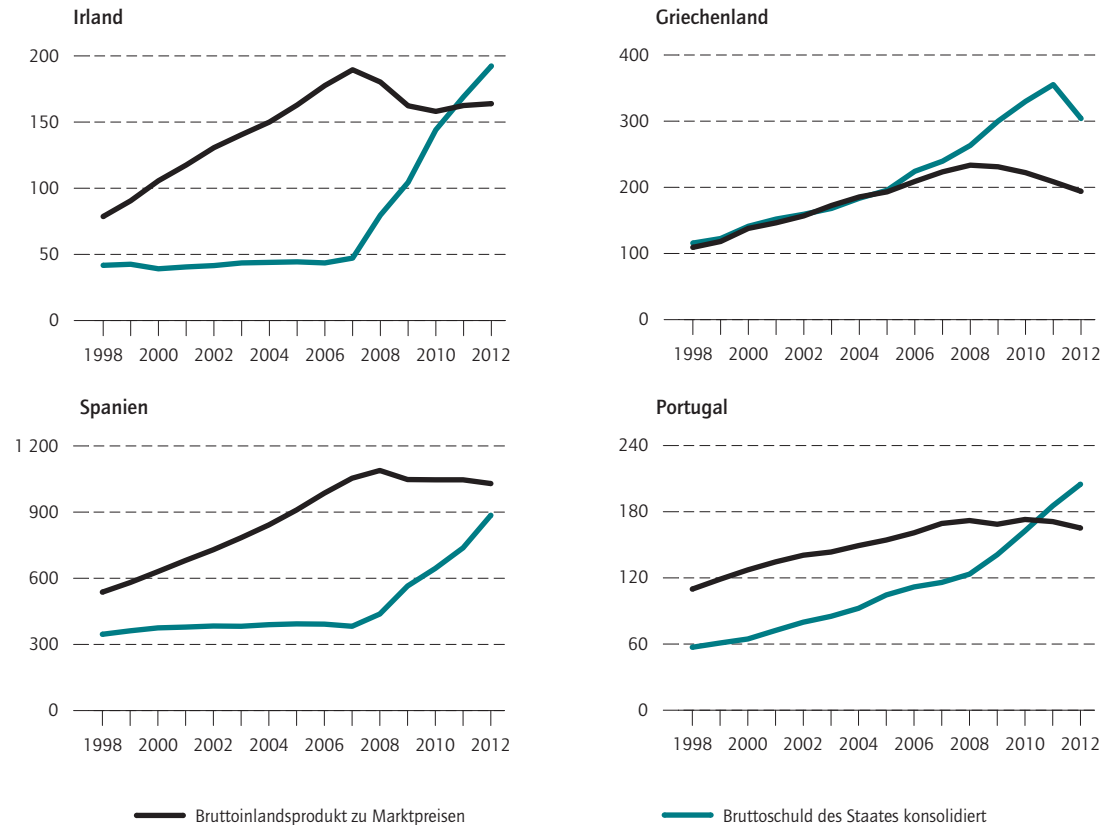
**3** Der ursprünglich mit elf Staaten eingerichteten Währungsunion trat Griechenland 2001 und Zypern im Jahr 2008 bei.

**4** Mit der Einführung des neuen Berechnungsstandards „ESA 2010“ im September 2014 wird es zu geringfügigen Niveauänderungen im Bruttoinlandsprodukt der EU-Länder kommen. So erwartet Eurostat einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in der EU von 2,4 Prozent, in den Krisenländern jedoch nur ein bis zwei Prozent. Infolgedessen fallen auch die Schuldenquoten in ähnlichem Umfang. Der wichtigste Grund hierfür ist die Anrechnung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben als Investitionen und damit Kapitalbildung. Vgl. Eurostat, Technical Press Briefing, 16. Januar 2014, [epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/esa\\_2010/documents/technical\\_press\\_briefing\\_ESA\\_2010.pdf](http://eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/esa_2010/documents/technical_press_briefing_ESA_2010.pdf).

Abbildung 4

**Zusammensetzung der Schuldenquote in ausgewählten Ländern**

In Milliarden Euro



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

In den Krisenländern ging der Anstieg der Schulden mit sinkenden Wachstumsraten einher.

genannt: Die hierbei von staatlicher Seite übernommenen Verbindlichkeiten (Passiva der Bad Banks) sind im Schuldenstand berücksichtigt, die Vermögenswerte (Aktiva) allerdings nicht. Wenn in Zukunft die Portfolios der Bad Banks, also die Aktiva, abschmelzen (weil beispielsweise Anleihen regulär auslaufen oder Vermögenswerte verkauft werden), dann fließt der Erlös in die Tilgung der Verbindlichkeiten und trägt dazu bei, dass die Schuldenquote wieder sinken kann.<sup>5</sup>

Die Stützung des Finanzsektors trug entscheidend zur Schuldenkrise bei (Tabelle 3). Direkte Hilfen, zum Beispiel durch eine Beteiligung des Staates an einer Bank, fließen in den Schuldenstand ein, während Staatsgarantien für Banken als Eventualverbindlichkeiten vermerkt sind. Diese Garantien stellen ein zusätzliches ernstzunehmendes, aber schwer quantifizierbares Risiko für

Tabelle 3

**Nettokosten der Stützung des Finanzsektors 2008 bis 2012**

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	Schuldenstand	Eventualverbindlichkeiten
Irland	31,4	69,8
Griechenland	14,5	27,9
Portugal	10,6	10
Zypern	10	5,6
Deutschland	11,6	2,2
Spanien	5,1	6,5
Italien	0,2	5,5
Frankreich	0,2	2,5
Eurozone	5,7	5,7

Quelle: ECB Monthly Bulletin June 2013, 86.

© DIW Berlin 2014

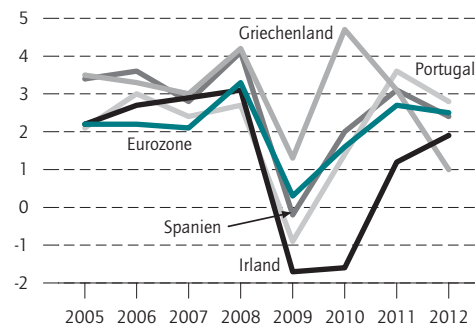
Die Stützung des Finanzsektors trug wesentlich zur Verschuldung bei.

<sup>5</sup> Der gleiche Effekt stellt sich ein, wenn Kredite aus den Hilfsprogrammen für Staaten zurückgezahlt werden.

Abbildung 5

**Inflationsraten<sup>1</sup> in der Eurozone**

In Prozent



<sup>1</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2014

Auch während der Krise blieb die Inflationsrate in Griechenland im positiven Bereich.

die öffentlichen Finanzen dar. Der Nettoeffekt der Stützungsmaßnahmen ergibt sich aus der Differenz zwischen den Hilfen und den damit realisierten Gewinnen (zum Beispiel Zinseinnahmen aus Hilfskrediten für Finanzinstitutionen, Dividenden und Gebühren für Garantien).<sup>6</sup>

In Summe erhöhten die Stützungsmaßnahmen den Schuldenstand besonders stark in Irland und Griechenland. Irland ist insbesondere die enorme Größe seines Finanzsektors zum Verhängnis geworden. Aber auch für Deutschland ist der Beitrag zur Schuldenquote nicht zu vernachlässigen. Die für 2012 registrierte Schuldenquote von 81 Prozent läge ohne die Hilfen für den Finanzsektor nur bei etwa 70 Prozent. Sehr unterschiedlich ist dabei die zeitliche Abfolge: In Irland fielen schon 2010 die höchsten Kosten für die Hilfsmaßnahmen an, während man für 2012 erstmals geringe Einnahmen (zum Beispiel aus Zinserträgen) verzeichnen konnte. In Griechenland und Spanien waren die entsprechenden Kosten im Jahr 2012 besonders hoch – insbesondere wegen der Ausgaben für die Banken-Rekapitalisierung.<sup>7</sup>

Abgesehen von den Ausgaben für die Stabilisierung des Finanzsystems erhöht sich der absolute Schulden-

stand in Krisenzeiten auch durch eine Kombination geringer Steuereinnahmen und hoher Ausgaben für soziale Sicherung und Konjunkturpakete. Gleichzeitig wächst in der Regel die nominale Wirtschaftsleistung in der Krise weniger stark als der Schuldenstand, oder sie sinkt sogar. Beides lässt die Schuldenquote in die Höhe schießen (Kasten).

Für alle in Bedrängnis geratenen Staaten gilt, dass sich in den Krisen Jahren beide Komponenten der Schuldenquote, der Schuldenstand und das nominale Wirtschaftswachstum, zum Nachteil entwickelt haben (Abbildung 4). Der Schuldenstand stieg deutlich an, während gleichzeitig das nominale Bruttoinlandsprodukt zurückging beziehungsweise stagnierte. Mit Blick auf das Wachstum ist Irland den anderen Krisenstaaten voraus: Dort steigt das Bruttoinlandsprodukt wieder. In Griechenland nimmt die nominale Wirtschaftsleistung zu Marktpreisen jedoch weiter ab. Nominal lag das griechische Bruttoinlandsprodukt 2012 um etwa 17 Prozent unter dem Wert von 2008. Der reale Rückgang ist noch größer, da Griechenland auch während der Krise positive Inflationsraten aufwies (Abbildung 5).

**Kauf von Zeit, die Erste: Rettungspakete**

Nachdem Griechenland, Irland und Portugal den Kapitalmarktzugang zu tragbaren Zinsen verloren hatten, stellten IWF und andere EU- beziehungsweise Eurostaaten Refinanzierung und Neukredite bereit.<sup>8</sup> Im Gegenzug unterwarfen sich die Programmländer den Auflagen der Geldgeber.<sup>9</sup>

**Zwei Hilfsprogramme und ein Schuldenschnitt für Griechenland**

Das erste Programm für Griechenland startete im April 2010. Es umfasste bilaterale Kredite zwischen Griechenland und den Mitgliedern der Eurozone von 80 und Kredite des Internationalen Währungsfonds (IWF) von 30 Milliarden Euro. Von der Gesamtsumme wurden 34,4 Milliarden ins zweite Programm transferiert, das im März 2012 begann. Das zweite Programm beläuft sich auf 164,5 Milliarden Euro und endet im Dezember 2014. Auf die European Financial Stability Facility (EFSF) entfallen 144,7 Milliarden. Der Rest kommt vom Internationalen Währungsfonds (IWF). Bis zum Dezember 2013 sind in beiden Programmen insgesamt 214 Milliarden Euro ausgezahlt worden.

<sup>6</sup> Vgl. ECB Monthly Bulletin June 2013, 86.

<sup>7</sup> Vgl. ECB Monthly Bulletin June 2013, 86 und Eurostat Statistics in Focus 10/2013, epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\_OFFPUB/KS-SF-13-010/EN/KS-SF-13-010-EN.PDF. Vgl. auch Eurostat, Supplementary tables for the financial crisis, epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\_finance\_statistics/excessive\_deficit/supplementary\_tables\_financial\_turmoil.

<sup>8</sup> Ausnahme sind kurzfristige Kassenkredite, die sich auch Griechenland von Zeit zu Zeit über den Kapitalmarkt besorgen kann, siehe zum Beispiel Athen leiht sich erneut kurzfristig Geld, Handelsblatt vom 17. September 2013, www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/griechenland-athen-leiht-sich-erneut-kurzfristig-geld/8804052.html.

<sup>9</sup> European Commission, Financial assistance to Greece, ec.europa.eu/economy\_finance/assistance\_eu\_ms/greek\_loan\_facility/index\_en.htm.

Ein wichtiger Bestandteil des zweiten Programms war der im November 2011 beschlossene und im März 2012 vollzogene Schuldenschnitt.<sup>10</sup> Der Schnitt reduzierte die griechische Schuld zunächst um etwa 107 Milliarden Euro.<sup>11</sup> Ein im Dezember 2012 beschlossener Anleiherückkauf brachte eine weitere Reduktion der in den Händen privater Investoren liegenden griechischen Staatschuld um knappe 22 Milliarden Euro. Der Rückkauf wurde durch gut elf Milliarden Euro aus dem zweiten Programm finanziert (Tabelle 4).<sup>12</sup> Ebenfalls im Dezember 2012 senkten die Gläubigerstaaten des ersten Programms die Verzinsung der bilateralen Kredite. Außerdem verlängerten sie die Laufzeiten. Die große Mehrzahl der ausgezahlten Tranchen läuft nun zwischen 2040 und 2048 aus. Die gewichtete durchschnittliche Fälligkeit liegt bei gut 30 Jahren.

Durch Schuldenschnitt und Schuldentrückkauf konnte Griechenland seine öffentliche Schuld in privaten Händen um insgesamt rund 118 Milliarden Euro reduzieren. In den offiziellen Zahlen von Eurostat zum jährlichen Schuldenstand Griechenlands sucht man diese Reduzierung jedoch vergebens. Die Schulden nahmen von Dezember 2011 (355 Milliarden Euro) auf Dezember 2012 (304 Milliarden Euro) nur um rund 50 Milliarden Euro ab. Ein erheblicher Teil der Entlastung durch den Schuldenschnitt ist wegen kompensierender Maßnahmen des griechischen Staates nicht wirksam geworden. Zum Beispiel füllte die griechische Regierung das Kapital, das einheimische Banken durch den Schuldenschnitt einbüßten, zumindest teilweise wieder auf. Etwa einen Monat nach dem Schuldenschnitt, im April 2012, zahlten die Geldgeber eine Tranche von knapp 70 Milliarden für die Rekapitalisierung der Banken aus.

Die kompensierenden Maßnahmen bewirkten, dass mittels Schuldenschnitt lediglich öffentliche Schuld in privaten Händen in eine staatliche Schuld überführt wurde. Das eigentliche Ziel, die nachhaltige Reduktion der Schuldenquote, wurde zumindest zum großen Teil verfehlt. Mit einem kleineren Schuldenschnitt ohne kompensatorische Maßnahmen wäre womöglich das gleiche Ergebnis zu erzielen gewesen, bei geringerem Reputationsschaden für Griechenland als Schuldner.

Tabelle 4

**Hilfskredite für Griechenland<sup>1</sup>**

In Milliarden Euro

**Erstes Hilfsprogramm für Griechenland**

Auszahlungen	Eurozone	IWF	Insgesamt
Mai 2010	14,5	5,5	20
Sep. 2010	6,5	2,6	9,1
Dez. 2010–Jan. 2011	6,5	2,5	9
März 2011	10,9	4,1	15
Juli 2011	8,7	3,2	11,9
Dez. 2011	5,8	2,2	8
Summe	52,9	20,1	73

**Zweites Hilfsprogramm für Griechenland**

Auszahlungszeitpunkt des EFSF/ESM	Kumulierte Auszahlung	Fälligkeit	IWF (kumulierte Auszahlung)
09.03.2012	34,6	2042	
19.03.2012	40,5	2047	
10.04.2012	43,8	2041	
19.04.2012	68,8	2046 <sup>2</sup>	
10.05.2012	73,0	2042	
28.06.2012	74,0	2040	1,6
17.12.2012	81,0	2046 <sup>3</sup>	
17.12.2012	92,3	2042 <sup>4</sup>	
19.12.2012	108,3	2023, 2024, 2025 <sup>5</sup>	
31.01.2013	110,3	2043	4,8
28.02.2013	111,7	2043	
28.02.2013	113,1	2044	
29.04.2013	115,9	2032	
17.05.2013	120,1	2043	
30.05.2013	127,3	2024, 2025 <sup>6</sup>	6,6
25.06.2013	130,6	2045	
31.07.2013	133,1	2048	8,4
18.12.2013	133,6	2050	
<b>Insgesamt (EFSF/ESM und IWF)</b>			<b>142</b>

1 Geplantes Programmende: 31. Dezember 2014.

2 Kredit zur Bankenrekapitalisierung. Tilgung zwischen 2034-2039 und 2043-2046.

3 Gleichmäßige Tilgung von 2044-2046.

4 Gleichmäßige Tilgung von 2023-2042.

5 Kredit zur Bankenrekapitalisierung. Die angestrebte gewichtete Durchschnittslaufzeit beträgt 38,06 Jahre (vor Umschuldung: 11,06 Jahre).

6 Kredit zur Bankenrekapitalisierung. Die angestrebte gewichtete Durchschnittslaufzeit beträgt 39,5 Jahre (vor Umschuldung: 11,5 Jahre).

Quellen: [www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm](http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm); [ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/greek\\_loan\\_facility/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm).

Insgesamt hat das Land bisher 215 Milliarden Euro an Hilfgeldern erhalten.

Legt man die gemeldete Bruttoschuld des griechischen Staates von 321 Milliarden Euro in der Mitte des Jahres 2013 zugrunde, ist der griechische Schuldenstand in der ersten Jahreshälfte wieder um knappe 6 Prozent gewachsen. Die Differenz zwischen dieser Summe und den ausgezahlten Hilfskrediten liegt bei etwa 107 Mil-

10 Rund 30 Milliarden Euro aus dem zweiten Programm gingen als Top-Anleihen des EFSF direkt an jene Investoren, die sich an dem Schuldenschnitt beteiligt hatten. Diese Anleihen liefen nach dem vollzogenen Umtausch aus.

11 [www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%202013-12-09.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%202013-12-09.pdf), 17, vgl. auch Fichtner, F., Junker, S., Schäfer, D. (2011): EU-Gipfelbeschlüsse: erste wichtige Schritte, aber keineswegs eine endgültige Lösung, DIW Wochenbericht Nr. 44/2011.

12 [www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%202013-12-09.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%202013-12-09.pdf), 20/21.



Tabelle 5

**Hilfskredite für Irland<sup>1</sup>**

In Milliarden Euro

**Hilfen über die EFSF**

	Kumulierte Auszahlung	Ursprüngliche Fälligkeit	Revidierte Fälligkeit
01.02.2011	1,9	2016	2032
01.02.2011	3,6	2016	2033
10.11.2011	4,5	2022	2030
10.11.2011	6,6	2022	2031
15.12.2011	7,6	2019	2030
12.01.2012	8,8	2015	2029
19.01.2012	9,3	2041	2034
03.04.2012	12,0	2037	2031
02.05.2013	12,8	2029	2029
18.06.2013	14,4	-	2042
27.09.2013	15,4	-	2034
04.12.2013	17,7	-	2033

**Zusätzlich gewährte Hilfen außerhalb der EFSF**

Europäische Kom- mission (EFSM)	Bilaterale Kredite <sup>2</sup>	Gesamthilfe
22,5	4,8	67,5

1 Das Programm endete am 8. Dezember 2013.

2 Großbritannien, Schweden, Dänemark.

Quelle: [www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm](http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm).

© DIW Berlin 2014

Die Kredite laufen im Durchschnitt nun etwa 20 Jahre.

liarden Euro. Das ist der Teil der Gesamtschuld, der sich gegenwärtig noch in den Händen von anderen (privaten) Gläubigern und nicht bei den Eurostaaten und dem IWF befindet.

**Hilfsprogramme für Irland, Portugal, Spanien und Zypern**

Irland war das zweite Land, das Hilfen beantragte, und das erste, das aus dem Programm ausschied. Im Dezember 2013 haben die Geldgeber EFSF und IWF die letzte Tranche der zugesagten 67,5 Milliarden Euro ausgezahlt. Mit der zwischenzeitlich ebenfalls wie im Falle von Griechenland revidierten Fälligkeit laufen die irischen Kredite im Durchschnitt etwa 20 Jahre (Tabelle 5). Irland will sich ab 2014 wieder eigenständig am Kapitalmarkt finanzieren. Im Januar wurde bereits eine Anleihe von mehr als dreieinhalb Milliarden Euro zum Zinssatz von gut dreieinhalb Prozent emittiert. Dieser Kapitalmarktzinssatz für Fünfjahresanleihen liegt über der durchschnittlichen Verzinsung der ausstehenden irischen Schuld.

Das portugiesische Hilfspaket wurde im April 2011 beantragt. Sein Umfang ist auf 78 Milliarden Euro festge-

Tabelle 6

**Hilfskredite für Portugal<sup>1</sup>**

In Milliarden Euro

	Kumulierte Auszahlung	Ursprüngliche Fälligkeit	Revidierte Fälligkeit
22.06.2011	3,7	2021	2036
29.06.2011	5,9	2016	2025
20.12.2011	6,9	2025	2025
12.01.2012	8,6	2015	2035
19.01.2012	9,6	2026	2027
30.05.2012	13,1	2032	2032
30.05.2012	14,8	2032	2035
17.07.2012	16,3	2038	2038
17.07.2012	17,4	2038	2040
03.12.2012	18,2	2028	2028
07.02.2013	19,0	2022	2026
26.06.2013	20,1	-	2033
26.06.2013	21,1	-	2034
22.11.2013	24,8	-	2033

1 Hilfen über die EFSF, geplantes Programmende: 18. Mai 2014.

Quelle: [www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm](http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm).

© DIW Berlin 2014

Auch für die portugiesischen Hilfskredite wurde die Fälligkeit revidiert.

setzt. EFSF, ESM und IWF tragen jeweils 26 Milliarden Euro. Bis Ende 2013 waren 72 Milliarden Euro und damit 90 Prozent ausgezahlt. Im Mai 2014 soll das Programm auslaufen. Auch Portugal hat bereits eine Restrukturierung der ursprünglich festgelegten Laufzeiten erfahren. Die Fälligkeit der einzelnen Tranchen wurde 2013 zwischen einem und 20 Jahre in die Zukunft verschoben (Tabelle 6). Im Durchschnitt laufen die Kredite in gut 20 Jahren aus. Das Land beabsichtigt, baldmöglichst an den Kapitalmarkt zurückzukehren. Versuchsweise hat es im Januar 2014 erstmals wieder eine größere Fünfjahresanleihe begeben. Der Zinssatz betrug knapp 4,6 Prozent und lag damit erheblich über der Durchschnittsverzinsung der ausstehenden portugiesischen Staatsschuld.

Spanien erhielt 2012 eine Hilfszusage des EFSF/ESM von maximal 100 Milliarden Euro zur Stabilisierung seines Bankensektors. Im Gegenzug verpflichtete sich das Land, seinen Bankensektor über Kapitalbeteiligungen und die Gründung einer Bad Bank zu restrukturieren. Auch die Abwicklung von Banken unter Beteiligung des Privaten Sektors war vorgesehen.<sup>13</sup> Das Programm wurde Ende 2013 beendet. Insgesamt zahlte der

<sup>13</sup> European Commission, Intergovernmental adjustment programme, [ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/intergovernmental\\_support/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/intergovernmental_support/index_en.htm) und die jeweiligen Links zu den Anpassungsprogrammen für Irland, Portugal, Spanien und Zypern.

Tabelle 7

**Hilfskredite für Spanien<sup>1</sup>**

In Milliarden Euro

	Kumulierte Auszahlung	Fälligkeit
11.12.2012	39,468	2027 <sup>2</sup>
05.02.2013	41,333	2025 <sup>3</sup>

1 Hilfen über den ESM, das Programm endete am 31. Dezember 2013.  
 2 Konstante Bedienung der Schuld zwischen 2022 und 2027 mit 6,578 Milliarden im Jahr.  
 3 Konstante Bedienung der Schuld zwischen 2024 und 2025 mit 0,933 Milliarden pro Jahr.

Quelle: [www.esm.europa.eu/assistance/spain/index.htm](http://www.esm.europa.eu/assistance/spain/index.htm).

© DIW Berlin 2014

Die spanischen Hilfskredite dienten der Stabilisierung des Bankensektors.

ESM gut 41 Milliarden Euro an den spanischen Fonds zur Bankenrestrukturierung (FROB) aus (Tabelle 7).

37 Milliarden Euro nutzte der Fonds zur Rekapitalisierung der verstaatlichten Banken in seinem Besitz. Knapp 2,5 Milliarden Euro wurden als Beteiligung in die spanische Bad Bank (Sarep) gesteckt. Weitere knapp 1,9 Milliarden Euro gingen an nicht verstaatlichte kapitalbedürftige Banken. Die Mehrheitsbeteiligung bei Sarep liegt bei den spanischen Banken, so dass die Verbindlichkeiten – anders als bei den deutschen Bad Banks – nicht als Staatsschuld angerechnet werden. Allerdings existieren umfangreiche staatliche Garantien für anfallende Verluste von Sarep. Spanien konnte jüngst fünf- und fünfzehnjährige Anleihen im Wert von 5,3 Milliarden Euro am Kapitalmarkt absetzen. Der Zins für die Fünfjahres-Anleihen lag bei knapp 2,4 Prozent und damit deutlich unter der Durchschnittsverzinsung der ausstehenden spanischen Schuld von 3,5 Prozent.

Zypern ist das jüngste Programmland. Insgesamt wurde Zypern bis 2016 die Auszahlung von Krediten in Höhe von zehn Milliarden Euro zugesagt, wobei 90 Prozent vom ESM und der Rest vom IWF kommen.<sup>14</sup> Zypern war das erste Land, in dem die Gläubiger der beiden in Schieflage geratenen Großbanken Cyprus Popular Bank (Laiki Bank) und Bank of Cyprus einen erheblichen Teil der Lasten tragen mussten. Besitzer von Guthaben über 100 000 Euro und Anleihegläubiger der geschlossenen Laiki Bank erhalten lediglich den Verwertungserlös des abzuwickelnden Anlagevermögens. Guthaben bei der

14 European Commission, Intergovernmental adjustment programme, [ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/intergovernmental\\_support/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/intergovernmental_support/index_en.htm) und die jeweiligen Links zu den Anpassungsprogrammen für Irland, Portugal, Spanien und Zypern.

Tabelle 8

**Hilfskredite für Zypern<sup>1</sup>**

In Milliarden Euro

	Kumulierte Auszahlung	Fälligkeit
13.05.2013	2,0	2027
26.06.2013	3,0	2028
27.09.2013	4,5	2030
19.12.2013	4,6	2029

1 Hilfen über den ESM, geplantes Programmende: 31. März 2016. Vom Gesamtvolumen des Programms von 10 Milliarden Euro trägt der ESM 9 Milliarden, die übrige 1 Milliarde stellt der IWF. Seitens des IWF erfolgte am 15. Mai 2013 die erste Auszahlung von 86 Millionen Euro.

Quelle: [www.esm.europa.eu/assistance/cyprus/index.htm](http://www.esm.europa.eu/assistance/cyprus/index.htm).

© DIW Berlin 2014

In Zypern wurden erstmals auch die Gläubiger herangezogen.

Laiki-Bank bis 100 000 Euro übernahm die Bank of Cyprus. Die Anleihe-Gläubiger der Bank of Cyprus und deren unversicherte Guthabenbesitzer mussten ein sogenanntes Bail-in hinnehmen, damit die Mindestkapitalquote von neun Prozent erreicht wurde. Mit diesen Maßnahmen und der Verpfändung zukünftiger Zentralbankgewinne kamen zusätzliche knapp neun Milliarden Euro an zypriotischem Eigenbeitrag für die Rettung zusammen. Das Programm läuft bis 2016. Knapp 50 Prozent der Gesamtsumme wurden bereits ausgezahlt (Tabelle 8).

**Kauf von Zeit, die Zweite: Tiefststände beim Leitzins**

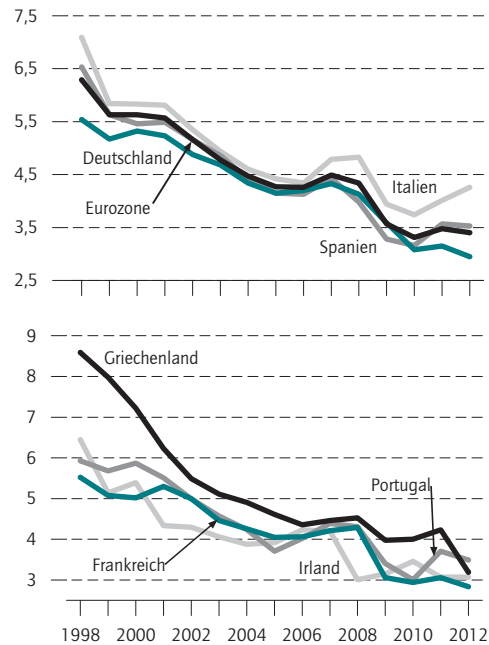
Mit dem Austritt der Länder aus den Programmen verliert die Währungsgemeinschaft auch einen großen Teil ihrer Kontrollmacht, da damit auch die mit den Hilfen kombinierten Sparauflagen auslaufen. Möglicherweise ist die Beendigung der Programme für Irland und Spanien ein Zeichen der Besserung. Sicher ist dies jedoch nicht. Die nachhaltige Besserung der Schuldenkrise hängt davon ab, ob die Schuldenquoten in naher Zukunft zu sinken beginnen. Wie das Beispiel USA nach dem Krieg zeigt, ist die Verzinsung dafür eine der entscheidenden Größen.

**Seit Jahren sinkende Zinslast im Euroland**

Der Blick auf die langfristige Entwicklung der Zinslast seit Einrichtung der Eurozone zeigt ein positives Bild. Die Durchschnittsverzinsung der Bruttoschuld sank für alle betrachteten Länder merklich, im Schnitt wurde zwischen 1998 und 2012 eine Halbierung von etwa 6,5 Prozent auf 3,3 Prozent erreicht (Abbildung 6).

Abbildung 6

**Durchschnittsverzinsung der Bruttoschuld**  
In Prozent



Quellen: Eurostat; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Seit Einführung der Währungsunion hat sich in den Eurostaaten der Durchschnittszins auf die Bruttoschuld in etwa halbiert.

Kurz vor der Krise, in den Jahren 2006 und 2007, wurde dieser Trend temporär gebrochen. Vom Umfeld steigender Zinsniveaus – der EZB Leitzins stieg von 2,25 Prozent Ende 2005 auf vier Prozent in der Jahresmitte 2007 – blieben die Staatsanleihen nicht unbeeinflusst. In den Folgejahren setzt sich der Trend fallender Zinsen zunächst fort. Parallel sank auch der Leitzins rasant und erreichte innerhalb eines Jahres im Mai 2009 seinen bis dahin niedrigsten Wert von einem Prozent (Abbildung 7).

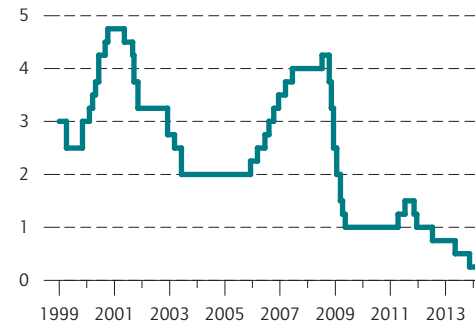
Anschließend differenziert sich das Bild. Deutschland und Frankreich erleben wie auch die Eurozone als Ganzes eine Stagnation ihrer Zinslast. Bemerkenswert ist hier, dass Frankreich die geringere durchschnittliche Zinslast tragen muss. Auch die Niederlande, Finnland und Luxemburg sind insgesamt günstiger verschuldet als Deutschland.<sup>15</sup>

Mit Blick auf die von der Krise besonders betroffenen Länder war Irland in der zeitlichen Abfolge abermals

<sup>15</sup> Vgl. auch Deutsche Bundesbank (2013): Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland. Monatsbericht September 2013.

Abbildung 7

**Leitzins der EZB**  
In Prozent



Quelle: [www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html).

© DIW Berlin 2014

In der Tendenz sank der Leitzins seit Einführung der Währungsunion.

Vorreiter und verzeichnete nach dem niedrigsten Stand in 2008 zunächst einen Anstieg, dann wieder ein Sinken der Zinslast. Spanien und Portugal nahmen, mit zeitlicher Verzögerung, eine ähnliche Entwicklung. Es bleibt aber abzuwarten, ob sie ihre Zinslast ähnlich stark senken können wie Irland. An dieser Aufgabe gescheitert ist bislang Italien, das mit seiner steigenden Zinslast negativ heraussticht. Ebenfalls auffällig ist die Entwicklung in Griechenland, wo der Durchschnittszins nach einem leichten Anstieg in der Krise massiv fiel und ein Niveau noch unter dem Durchschnitt der Eurozone erreichte.

Dies ist nur auf den ersten Blick ein Widerspruch zu den dramatisch hohen Renditen, die Investoren für neu emittierte Kurzläufer des griechischen Staates verlangten. Zunächst ist zu berücksichtigen, dass in der betrachteten Durchschnittsgröße auch in Krisenzeiten keine gleichermaßen extremen Sprünge auftreten, wie die Krisenländer sie in ihren Emissionsrenditen erlebt haben. Zum anderen zeigt sich hierin ein Effekt der Rettungsmaßnahmen, die eine Alternative zu den für das Land unbezahlbar hohen Zinsen an den Finanzmärkten bieten. Zwar wurde zum Start der Hilfsprogramme oft betont, dass es die Kredite nicht zum Nulltarif geben könne und die Geberseite durch angemessen hohe Zinsen entlohnt werden sollte. Später setzte sich allerdings die Erkenntnis durch, dass die hohe Zinslast – zwischen 2009 und 2011 die höchste aller betrachteten Länder – einer Erholung Griechenlands entgegensteht. Entsprechend hart verhandelte man im Rahmen der Schuldenrestrukturierung im Frühjahr 2012 mit den

privaten Gläubigern über die Zinssätze auf die neuen Anleihen.<sup>16</sup> Und noch im selben Jahr erklärte sich die Eurogruppe bereit, den Zinssatz auf die bilateralen Kredite aus dem ersten Hilfsprogramm rückwirkend um einen Prozentpunkt zu senken. Gleichzeitig gewährte man einen zehnjährigen Zinsaufschub für EFSF-Kredite aus dem zweiten Programm.<sup>17</sup> Diese Beschlüsse werden ihre positiven Effekte auf die Zinsbelastung Griechenlands in den kommenden Jahren entfalten. Darüber hinaus schließen die Mitgliedsstaaten weitere Reduktionen der griechischen Zinslast explizit nicht aus.<sup>18</sup>

Eine Stagnation der Bruttoschuld ist umso leichter zu erzielen, je geringer deren Verzinsung ausfällt. Daher können bei einer sehr niedrigen Verzinsung der ausstehenden Schuld auch hohe Verschuldungsquoten tragbar sein. Die Zinsleistung belastet in einem solchen Fall den laufenden Haushalt kaum und trägt damit kaum zum weiteren Wachstum der Bruttoschuld bei. Im hypothetischen Grenzfall einer Zinsbelastung von Null verliert die Verschuldungshöhe jeglichen Einfluss auf die Haushaltssituation.<sup>19</sup> In dieser Situation genügt ein positiver Primärsaldo, um die Bruttoschuld zu reduzieren.

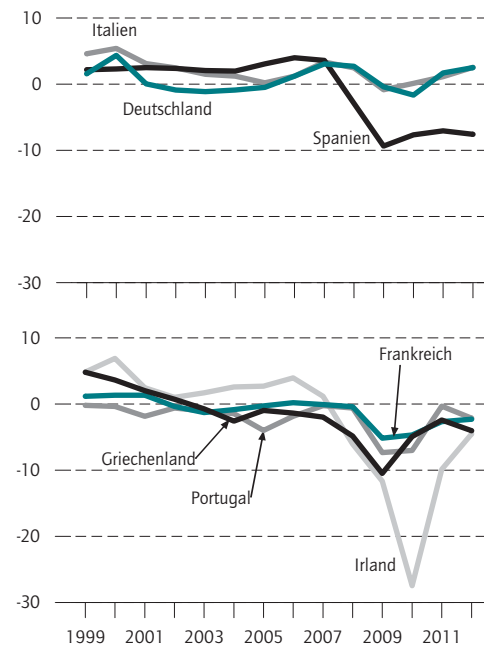
Für eine weiterhin sinkende Durchschnittsverzinsung ist ein niedriger Leitzins eine entscheidende Voraussetzung. Die Europäische Zentralbank kann folglich mit ihrer Zinspolitik aktiv zur Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit beitragen. Unbedingte Voraussetzung dafür ist allerdings – auch bei sehr niedrigen Zinssätzen – ein positiver Primärsaldo.

### Primärsalden entwickeln sich nicht einheitlich

Der Primärsaldo, also die Differenz zwischen den jährlichen Einnahmen und den Ausgaben vor Zinszahlungen, ist die zweite Stellschraube für das Wachstum der Bruttoschuld. In einigen Ländern der Eurozone waren die Primärsalden bis 2007 positiv. Dazu gehören Spanien, Irland und Italien. Auch Frankreich schaffte 2006 einen positiven Primärsaldo. Portugal näherte sich 2007 zumindest einem Plus an (Abbildung 8). Griechenland bewegte sich in den Jahren 2005 und 2006 ebenfalls in

Abbildung 8

### Primärsalden ausgewählter Euroländer In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: Eurostat; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die meisten Primärsalden entwickelten sich nach der Krise vorteilhaft.

der Nähe der Nulllinie. Danach kehrte sich der Trend um. Seitdem sind die Primärsalden der ausgewählten Länder mehr oder weniger stark negativ, mit uneinheitlichem Trend. Ausnahmen sind Deutschland und Italien. Spaniens Haushalt befindet sich mit einem negativen Primärsaldo von zuletzt knapp minus acht Prozent des BIP noch immer im Krisenmodus. Die Programmländer Griechenland, Irland und Portugal nähern sich allmählich wieder einem Primärsaldo von null an, wobei 2012 allerdings nur Irland den Aufwärtstrend beibehalten konnte. Für die Primärsalden aller Euroländer lässt sich die Entwicklung nach 2009 als starke Aufwärtsbewegung nach Durchschreiten eines tiefen Tals beschreiben. Der Rückgang der negativen Werte der Primärsalden wirkt sich in Kombination mit den niedrigen Leitzinsen positiv auf die Fähigkeit der Staaten aus, ihre Schulden zu tragen.

### Fazit

Ein gegen null tendierender Leitzinssatz kann für Sparer und andere Neugläubiger ein Ärgernis sein, weil die Entlohnung für den geleisteten Konsumverzicht dann ebenfalls gegen Null tendiert. Ein niedriger Zins kann

<sup>16</sup> Vgl. Athen in der Falle, Süddeutsche Zeitung vom 24. Januar 2012, [www.sueddeutsche.de/wirtschaft/griechenland-rettung-athen-in-der-falle-1.1265357](http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/griechenland-rettung-athen-in-der-falle-1.1265357).

<sup>17</sup> Die Kosten für die EFSF erhöhen sich dadurch jedoch nicht, da auf die aufgeschobenen Zinszahlungen für Griechenland wiederum Zinsen anfallen. Vgl. EFSF: New disbursement of financial assistance to Greece. [www.efsf.europa.eu/attachments/faq\\_greece\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_greece_en.pdf).

<sup>18</sup> Vgl. Eurogroup statement on Greece, [www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/133857.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/133857.pdf).

<sup>19</sup> Die Senkung der Verzinsung der Anleihen von Programmländern auf null wird neuerdings auch von einigen Volkswirten gefordert.

aber auch vorteilhaft für sie sein, weil er die Wirtschaft stärkt und damit auch Beschäftigung und Einkommen der Arbeitnehmer schützt. Für Schuldner ist ein niedriger Leitzins allerdings meist ein Segen, weil damit die Schuldenlast tragfähiger wird. Staaten wälzen ihre Schulden in der Regel permanent weiter. Die Altgläubiger werden also durch neue ersetzt. Ein niedriger Referenzzinssatz sorgt dann dafür, dass die Schuldenlast mit jeder Refinanzierung der Altschulden leichter zu tragen ist. Im Verein mit den Rettungsprogram-

men kann also der niedrige Leitzins der EZB – falls er über einen längeren Zeitraum beibehalten wird – die hohen Schulden im Euroraum tragbarer machen. Dies geschieht nicht nur auf direktem Wege, sondern auch indirekt. Niedrige Zinsen stärken Wirtschaft und Einnahmen des Staates. Das Beispiel der USA in der Nachkriegszeit zeigt, dass sich bei niedrigen Zinsen und erhöhter Inflationsrate auch eine sehr hohe Verschuldungsquote über einen relativ kurzen Zeitraum zurückbilden kann.

**Marius Kokert** ist studentischer Mitarbeiter am DIW Berlin | kokert@diw.de

**Dorothea Schäfer** ist Forschungsdirektorin Finanzmärkte am DIW Berlin | dschaefer@diw.de

**Andreas Stephan** ist Forschungsprofessor am DIW Berlin | astephan@diw.de

---

### LOW BASE INTEREST RATES: AN OPPORTUNITY IN THE EURO DEBT CRISIS

---

**Abstract:** Member states of the euro area have been struggling with the legacies of the severe financial and economic crisis for four years now. But debt ratios are still rising. Negative primary balances, low growth, and low inflation do not allow for a recovery similar to the one in the US after the Second World War. Between 1946 and 1953, the US was able to almost halve its debt with no haircuts. The crisis countries of the euro area were able to "buy time" with bailout packages and low interest rates. But as long as the other influencing factors are not developing more positively, it remains uncertain whether the current stabilization of the euro debt crisis is sustain-

able. The ECB's low interest rate policy undoubtedly offers some relief in this situation. First, the interest burden for most countries in the euro area has declined in recent years. This effect has tended to stifle increases in the debt ratio. Second, low interest rates strengthen the economy. In turn, this increases government tax revenue and improves the primary balance. Low interest rates have also played an important role in driving down the debt ratio in the US. At the moment they appear to be the only lever in the euro area with which to make euro area countries' debt more sustainable. What matters now is that they seize this opportunity.

JEL: E44, G01, H63, N20

**Keywords:** sovereign debt, financial crisis, history of national debt, financial markets



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
[www.diw.de](http://www.diw.de)  
81. Jahrgang

#### Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Dr. Kati Schindler  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Sabine Fiedler  
Dr. Kurt Geppert

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Sebastian Kollmann  
Dr. Richard Ochmann  
Dr. Wolf-Peter Schill

#### Lektorat

Dr. Malte Rieth

#### Textdokumentation

Manfred Schmidt

#### Pressestelle

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
[presse@diw.de](mailto:presse@diw.de)

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74, 77649 Offenburg  
[leserservice@diw.de](mailto:leserservice@diw.de)  
Tel. 01806 - 14 00 50 25,  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
([kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.