

Moog, Stefan; Raffelhüschen, Bernd

**Research Report**

## Ehrbare Staaten? Tatsächliche Staatsverschuldung in Europa im Vergleich

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 115

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Marktwirtschaft / The Market Economy Foundation, Berlin

Suggested Citation: Moog, Stefan; Raffelhüschen, Bernd (2011) : Ehrbare Staaten? Tatsächliche Staatsverschuldung in Europa im Vergleich, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 115, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/99773>

**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.*

Nr. 115  
Dezember 2011

Argumente  
zu Marktwirtschaft und Politik

# Ehrbare Staaten?

## Tatsächliche Staatsverschuldung in Europa im Vergleich

Stefan Moog  
Bernd Raffelhüschen

Stiftung Marktwirtschaft

ISSN: 1612 – 7072

Vorstand:

Prof. Dr. Michael Eilfort  
Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Charlottenstraße 60  
D-10117 Berlin

Telefon: +49 (0)30 206057-0  
Telefax: +49 (0)30 206057-57

E-Mail: [info@stiftung-marktwirtschaft.de](mailto:info@stiftung-marktwirtschaft.de)  
Internet: [www.stiftung-marktwirtschaft.de](http://www.stiftung-marktwirtschaft.de)

## Vorwort

Haben die Maastrichtkriterien versagt? Diese Frage ist angesichts der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise mehr als berechtigt. Ihre Beantwortung gibt nicht zuletzt Hinweise darauf, mit welchen institutionellen Regeln und Vorkehrungen Europa zukünftige Staatsschuldenkrisen verhindern kann.

Auf der einen Seite steht außer Zweifel, dass die Länder der Euro-Währungsunion heute mit deutlich geringeren Schuldenproblemen zu kämpfen hätten, wären die Maastrichtkriterien strikter eingehalten worden. Insbesondere die Schuldenobergrenze von 60 Prozent des BIP wurde von Anbeginn der Währungsunion im Vergleich zum 3-Prozent-Defizitkriterium als sekundär eingestuft und nicht wirklich ernst genommen – ein schwerer Fehler, wie sich heute zeigt. Länder wie Italien und Belgien, die traditionell hohe Schuldenquoten aufweisen, hätten derzeit vermutlich deutlich weniger Probleme, wenn sie in den letzten Jahren stärker konsolidiert und ihren Schuldenstand unter die Maastrichtgrenze gesenkt hätten.

Auf der anderen Seite darf man nicht außer Acht lassen, dass mit Spanien und Irland zwei Länder von der derzeitigen Staatsschuldenkrise betroffen sind, die zumindest in der letzten Dekade vergleichsweise unauffällig im Hinblick auf die Einhaltung der beiden Haushaltskriterien waren. Auch in einer Welt, in der die Maastrichtkriterien eingehalten werden, gäbe es keine Garantie für das Ausbleiben von Staatsschuldenkrisen, insbesondere wenn die Ursachen massive Strukturprobleme im privaten Sektor sind. Hinzu kommt ein weiteres Defizit der Maastrichtkriterien: Im Hinblick auf die Zukunft sind sie blind. Künftige Schulden, die heute schon

absehbar sind, weil staatliche Leistungsversprechen für kommende Jahre ohne eine ausreichende Finanzierungsbasis gemacht wurden, fallen durch ihr Prüfraster. Dabei zeigt die vorliegende Studie, dass in fast allen betrachteten Ländern in erheblichem Umfang solche impliziten Schulden bestehen.

Drei Schlussfolgerungen liegen nahe, wenn die Europäische Währungsunion dauerhaft Bestand haben soll. Zum einen müssen sich die Mitgliedsstaaten auf verbindliche, langfristig einzuhaltende Schuldengrenzen einigen – die Maastrichtkriterien können dabei durchaus als erste Orientierung dienen. Darüber hinaus bedarf es klar definierter, glaubwürdiger Konsolidierungspfade, bis diese Grenzen wieder unterschritten sind. Entscheidend dabei ist, dass sowohl die zu erreichenden Zielwerte als auch der Konsolidierungspfad einen hohen Grad an

politischer Verbindlichkeit bekommen. Sowohl nationale Schuldengrenzen mit Verfassungsrang, aber auch unabänderbare Prüf- und Sanktionsautomatismen auf europäischer Ebene können hier einen wichtigen Beitrag leisten. Und drittens müssen die erst in zukünftigen Jahren anfallenden impliziten Staatsschulden stärker in das aktive Bewusstsein der Politik rücken und offensiver durch entsprechende Reformen angegangen werden. Denn sonst besteht in den meisten Ländern kaum eine Chance, die Staatsfinanzen dauerhaft zu sanieren.

Wir danken besonders der informedia-Stiftung und Herrn Diether Klingelberg für die Förderung dieser Publikation.

Inhalt		
1	Einleitung .....	3
	<i>Box 1: Nachhaltigkeit und Schuldenstabilisierung – die zwei Seiten ein und derselben Medaille .....</i>	4
2	Die Logik der Maastrichtkriterien .....	5
	<i>Box 2: Solide Haushaltspolitik in Zeiten der Krise – das Beispiel Finnland ...</i>	9
3	War die griechische Schuldenmisere absehbar? .....	10
	<i>Box 3: Die Schuldenarithmetik .....</i>	11
4	Die langfristige Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in den EURO12-Staaten ...	15
	<i>Box 4: Methodik zur Berechnung der Nachhaltigkeitslücken .....</i>	17
	<i>Box 5: Nachhaltigkeitsindikatoren .....</i>	18
5	Fazit .....	22
	<b>Executive Summary .....</b>	<b>24</b>

Prof. Dr. Michael Eilfort

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Diese Studie wurde am Forschungszentrum Generationenverträge der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg erstellt. Für wertvolle Hinweise und Hilfestellungen danken die Autoren Daniel Ehing, Susanna Hübner und Guido Raddatz. Besonderer Dank gilt Tobias Münzer für seine ausgezeichnete Forschungsassistenz bei der Erstellung der Studie. Für alle verbleibenden Fehler zeigen sich die Autoren verantwortlich.

## 1 Einleitung

Mit der Einführung des Euro als offiziellem Zahlungsmittel wurde am 1. Januar 2002 die Europäische Währungsunion besiegelt, deren Grundstein knapp zehn Jahre zuvor im Februar 1992 mit der Unterzeichnung des Vertrags von Maastricht gelegt worden war. Anfang 2012 feiert der Euro damit seinen zehnten Jahrestag. Dennoch dürfte den Müttern und Vätern des Euro angesichts der mit Griechenland offenkundig gewordenen europäischen Staatsschuldenmisere nicht zum Feiern zu Mute sein. Denn bei allen Erfolgen der europäischen Gemeinschaftswährung im Hinblick auf eine niedrige Inflationsrate und einen stabilen Außenwert haben vor allem die jüngsten Erfahrungen bestätigt, dass die haushaltspolitischen Regeln des Vertrags von Maastricht und des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht ausreichen, um in allen Mitgliedsstaaten dauerhaft solide Staatshaushalte zu garantieren. Vielmehr stellt die vielerorts ausufernde öffentliche Verschuldung eine der zentralen politischen Herausforderungen der Gegenwart dar.

Daher wird sich die Politik unabhängig vom Fortgang der griechischen Schuldentragödie mit der Frage auseinandersetzen müssen, ob und wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt zu reformieren ist, damit die Eurostaaten die in Artikel 140 Absatz 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) formulierte Forderung nach „eine[r] auf Dauer tragbare[n] Finanzlage der öffentlichen Hand“ erfüllen und Schuldenkrisen zukünftig vermieden werden können. Welche Lehren können dabei aus den Erfahrungen der vergangenen Monate und Jahre gezogen werden? War die griechische Schuldenmisere eventuell absehbar gewesen? Mangelte es lediglich am politischen Willen, die sogenannten „Maastrichtkriterien“ konsequent einzuhalten,<sup>1</sup> oder müssen die Regeln des Vertrags von Maastricht und des Stabilitäts- und Wachstumspakts im Grundsatz überdacht werden? Immerhin sind mit Irland und Spanien auch Länder von der aktuellen Schuldenkrise betroffen, die im Hinblick auf die Maastrichtkriterien in der Vergangenheit eher unauffällig waren. Und welchen wirtschaftspolitischen Herausforderungen sehen sich die europäischen Staaten neben der Bewältigung der Wirtschafts-, Finanz- und Schuldenkrise in den kommenden Jahrzehnten noch gegenüber? Diese Fragen stehen im Mittelpunkt der vorliegenden Studie, welche anlässlich des bevorstehenden Euro-Jubiläums die fiskalpolitische Lage in den zwölf Gründungsstaaten der Eurozone (im Folgenden: EURO12-Staaten) untersucht.

Die Rechtfertigung und die Logik der haushaltspolitischen Regeln des Vertrags von Maastricht bilden den Schwerpunkt des Abschnitts 2. Neben ihren Schwächen und ihren Implikationen für die Schuldenstabilität der EURO12-Staaten wird dabei auch ihr Beitrag zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte Europas betrachtet. Auf Basis „historischer“ Daten der OECD untersucht Abschnitt 3 die Frage, ob die griechische Schuldenkrise sich bereits frühzeitig in den Daten abgezeichnet hat und daher vermeidbar gewesen wäre. Die langfristige Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den EURO12-Staaten steht schließlich im Vordergrund des Abschnitts 4. Auf Basis von Daten der Europäischen Kommission werden – neben den heute bereits sichtbaren Staatsschulden – die ebenfalls schon bestehenden impliziten, unsichtbaren oder heimlichen Staatsschulden in den Gründungsstaaten der Eurozone beziffert. Der Beitrag schließt mit einem Fazit, in dem aus den vorliegenden Erkenntnissen Schlussfolgerungen für das künftige haushaltspolitische Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspakts gezogen werden.

1 Gemäß den Maastrichtkriterien ist eine auf Dauer tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand dann gegeben, wenn das Haushaltsdefizit unterhalb eines Referenzwerts von 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und der Schuldenstand unterhalb eines Referenzwerts von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegt.

**Box 1: Nachhaltigkeit und Schuldenstabilisierung – die zwei Seiten ein und derselben Medaille**

Angesichts hoher Haushaltsdefizite und steigender Staatsschulden stand bis Anfang der 1990er Jahre die Frage der kurzfristigen Haushaltsdisziplin im Mittelpunkt der Auseinandersetzung mit der Entwicklung der öffentlichen Finanzen. Dieser Fokus auf die Vermeidung ausufernder Haushaltsdefizite und die Stabilisierung der Staatsschuldenquote spiegelt sich als Leitbild in den fiskalischen Regeln des Vertrags von Maastricht und des Stabilitäts- und Wachstumspakts wider. Hingegen rückte das wachsende Bewusstsein für die Herausforderungen des demografischen Wandels zu Beginn der 1990er Jahre zunehmend die Frage nach der langfristigen Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Mittelpunkt des Interesses. Diese Interessenverschiebung bildete die Geburtsstunde der fiskalischen Nachhaltigkeitsanalyse, deren bekannteste Varianten die Generationenbilanzierung und das sogenannte Fiscal-Sustainability-Konzept der OECD oder kurz die OECD-Methode sind.\*

Gemeinsam ist beiden Ansätzen, dass sie die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen als einen Zustand definieren, in dem die sogenannte intertemporale Budgetbeschränkung des Staates erfüllt ist. Vereinfacht ausgedrückt beschreibt dies eine Situation, in der die zukünftigen Einnahmen des Staates unter der aktuellen Gesetzgebung gerade ausreichend sind, um alle zukünftigen Ausgaben des Staates einschließlich der Zinslasten für die bestehende Staatsschuld auf Dauer zu finanzieren. Mit der langfristigen Orientierung hat die fiskalische Nachhaltigkeitsanalyse wesentlich dazu beigetragen, dass die Herausforderungen des demografischen Wandels für die öffentlichen Finanzen auch in den Blickwinkel des gesellschaftlichen Interesses gerückt sind und erste Maßnahmen ergriffen wurden, um die Finanzierbarkeit der Fiskal- und Sozialsysteme dauerhaft sicherzustellen.

Trotz unterschiedlicher Blickwinkel sind langfristige Nachhaltigkeit und kurz- bis mittelfristige Haushalts- oder Schuldenstabilität lediglich die beiden Seiten ein und derselben Medaille. Auch die Perspektive der Nachhaltigkeit verlangt, dass ein Staat eine Fiskalpolitik verfolgt, welche langfristig zu einer Stabilisierung der Schuldenquote führt.\*\* Unerheblich ist dabei, ob ein Staat seine Schulden jemals vollständig abbaut oder nicht. Unerheblich ist auch, ob die Schuldenquote kurz- und mittelfristig zu- oder abnimmt oder langfristig auf einem höheren Niveau liegt als in der Gegenwart. Zwar mag eine Zunahme der Schuldenquote als ein Indiz für eine nicht nachhaltige Politik betrachtet werden. Insofern ein Staat jedoch mittels Einsparungen oder Steuererhöhungen sicherstellt, dass er die Zinszahlungen für diese höhere Schuldenlast dauerhaft tragen kann, stellt auch dies die Nachhaltigkeit seiner Staatsfinanzen nicht per se in Frage. Allerdings verringert eine höhere Schuldenquote nicht nur den allgemeinen politischen Handlungsspielraum, sondern es wächst auch die Gefahr, dass negative ökonomische Schocks wie beispielsweise konjunkturelle Krisen nicht mehr bewältigt werden können. Mit anderen Worten impliziert der Begriff der Nachhaltigkeit keine „optimale“ oder „gerade noch“ nachhaltige Schuldenquote.\*\*\*

Insofern ist das Ziel der kurz- und mittelfristigen Schuldenstabilität, wie es im Stabilitäts- und Wachstumspakt zum Ausdruck kommt, wesentlich konkreter als das langfristig ausgerichtete Nachhaltigkeitsziel. Zwar kann dabei nicht sichergestellt werden, dass die aktuelle Fiskalpolitik auf Dauer finanziert werden kann, da die langfristigen Auswirkungen des demografischen Wandels ausgeblendet werden bzw. außerhalb des Betrachtungshorizonts liegen. Die aktuelle Schuldenkrise hat jedoch deutlich gemacht, dass die kurz- bis mittelfristige Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit eine notwendige Voraussetzung für die langfristige Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen ist.

\* Die Methode der Generationenbilanzierung wurde Anfang der 1990er Jahre von Auerbach et al. (1991, 1992 und 1994), die Grundzüge der OECD-Methode hingegen von Blanchard (1990) und Blanchard et al. (1990) entwickelt. Abgesehen von der praktischen Umsetzung ist das wesentliche Unterscheidungsmerkmal der beiden Ansätze darin zu sehen, dass Anwendungen der OECD-Methode in der Regel allein auf die Beurteilung der langfristigen Nachhaltigkeit beschränkt sind, während die Methode der Generationenbilanzierung zusätzlich den Aspekt der Generationengerechtigkeit im Blickwinkel hat. Siehe Benz/Fetzer (2006) für einen empirischen Vergleich dieser beiden Ansätze.

\*\* Obwohl die OECD-Methode zumeist nur mit der Frage der langfristigen Nachhaltigkeit genannt wird, betonen die ursprünglichen Arbeiten von Blanchard (1990) und Blanchard et al. (1990) explizit die Notwendigkeit mehrerer fiskalischer Indikatoren mit kurz-, mittel- und langfristigem Zeithorizont. Siehe hierzu auch Gramlich (1990) und Chouraqui et al. (1990).

\*\*\* Aus der Nachhaltigkeitsperspektive muss daher auch der Maastrichter Referenzwert von 60 Prozent des BIP als beliebig betrachtet werden. Dennoch ist klar, dass die Höhe der Schuldenquote in der Praxis die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt. Zum einen verdrängt die Staatsverschuldung private Investitionen. Zum anderen erfordert eine höhere Staatsverschuldung infolge der höheren Zinsausgaben unter sonst gleichen Voraussetzungen auch höhere Steuern, was wiederum negativ auf das Wirtschaftswachstum wirkt. Siehe hierzu beispielsweise Tanzi/Chalk (2000). Empirisch finden beispielsweise Reinhart/Rogoff (2010) einen wachstumshemmenden Effekt für Schuldenquoten über 90 Prozent des BIP.

## 2 Die Logik der Maastrichtkriterien

Den Empfehlungen des Delors-Berichts (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989) folgend, wurde mit dem Vertrag von Maastricht der gesetzliche Rahmen für die Europäische Währungsunion geschaffen. Bereits der Delors-Report betonte die Notwendigkeit der Haushaltsdisziplin in den Mitgliedsstaaten als Garant für die geldpolitische Stabilität der Währungsunion. Hierfür wurden im Wesentlichen zwei Gründe angeführt.<sup>2</sup> Zum einen wurde die Gefahr gesehen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) sich im Falle ausufernder Defizite und steigender Schuldenlasten dem politischen Druck zum „Weginflationieren“ der Staatsschulden beugen könnte. Zum anderen wurde trotz der im Vertrag von Maastricht verankerten No-Bail-Out-Klausel die Gefahr gesehen, dass die EZB sich im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedsstaates zur Vermeidung von Ansteckungseffekten oder einer systemischen Finanzkrise zu einer geldpolitischen Intervention, beispielsweise durch den Ankauf von Staatspapieren des betroffenen Staates, genötigt sehen könnte.<sup>3</sup>

### Die Rechtfertigung der haushaltspolitischen Regeln von Maastricht

Doch weshalb benötigt man zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin überhaupt Regeln auf europäischer Ebene? Folgt man beispielsweise der Argumentation von Buiter et al. (1993), so würden Staaten mit einer unsoliden Haushaltspolitik im Falle einer glaubwürdigen No-Bail-Out-Klausel bereits durch den Markt in Form steigender Zinsen abgestraft. Die Überwachung der Haushaltsdisziplin durch die Europäische Kommission wäre dann überflüssig.<sup>4</sup> Zwar erkennt auch der Delors-Bericht die Rolle der Finanzmärkte bei der Disziplinierung der Haushaltspolitik im Grundsatz an. Im Unterschied zu Buiter et al. (1993) äußerte man sich allerdings skeptisch, ob die Finanzmärkte diese Rolle tatsächlich ausfüllen können. Mit anderen Worten vermutete man im Hinblick auf die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte – zumindest potentiell – den Tatbestand eines Marktversagens.<sup>5</sup> Als Korrektur dieses Marktversagens sah der Delors-Report es daher als unumgänglich an, dass die Mitgliedsstaaten sich selbst Beschränkungen hinsichtlich ihres fiskalpolitischen Handlungsspielraums auferlegen, und empfahl hierzu die Einführung einer Obergrenze für die Höhe des Haushaltsdefizits.

Diese Empfehlung findet sich seit dem Vertrag von Maastricht in den europäischen Verträgen wieder. Artikel 126 AEUV Absatz 1 (ex-Artikel 104 Absatz 1 EGV) verpflichtet

die Mitgliedsstaaten zur Vermeidung übermäßiger Defizite. Dieser Grundsatz der Haushaltsdisziplin wird in Artikel 126 Absatz 2 AEUV (ex-Artikel 104 Absatz 2 EGV) präzisiert, gemäß dem der Tatbestand eines übermäßigen Finanzierungsdefizits insbesondere dann als erfüllt angesehen werden kann, wenn das Defizit einen – im Protokoll zum Verfahren bei einem übermäßigen Defizit festgelegten – Referenzwert von 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überschreitet. Gleichwohl war man sich im Vorfeld des Vertrags von Maastricht offensichtlich der Tatsache bewusst, dass allein die Einhaltung einer Defizitobergrenze auf Dauer nicht sicherstellen kann, dass ein Staat sich im Zeitablauf nicht über Gebühr verschuldet. Als zusätzliches Kriterium sieht der Artikel 126 Absatz 2 AEUV (ex-Artikel 104 Absatz 2 EGV) den Tatbestand eines übermäßigen Defizits deshalb auch dann als gegeben an, wenn der öffentliche Schuldenstand einen Referenzwert von 60 Prozent des BIP überschreitet.<sup>6</sup>

### Können die Maastrichtkriterien die Stabilität der Staatsschulden sicherstellen?

Mit dem Artikel 126 Absatz 2 AEUV (ex-Artikel 104 Absatz 2 EGV) liefern die Maastrichtkriterien eine scheinbar ein-

- 2 Die langfristige Interdependenz der Geld- und Fiskalpolitik wurde erstmals von Sargent/Wallace (1981) gezeigt.
- 3 Vgl. hierzu Europäische Kommission (1990) sowie Buiter et al. (1993). Neben den Gefahren für die geldpolitische Stabilität verweist die Europäische Kommission (1990) als einen weiteren Grund für die Notwendigkeit der Haushaltsdisziplin auch auf die Vermeidung einer Zahlungsunfähigkeit, welche entweder zum Austritt des betroffenen Landes führen oder die anderen Staaten zu Rettungsmaßnahmen zwingen könnte.
- 4 Seiner Ablehnung des Regelwerks von Maastricht verlieh Willem Buiter in einem späteren Aufsatz nochmals Nachdruck, vgl. Buiter (2006).
- 5 Ob diese Skepsis gegenüber den Finanzmärkten begründet war oder nicht, soll hier nicht näher erörtert werden. Argumente zur Stützung dieser These finden sich in Europäische Kommission (1990). Hingegen begründen Buiter/Sibert (2005) dieses „Marktversagen“ als Folge eines „Staatsversagens“. Konkret führen diese Autoren die geringen Risikoaufschläge darauf zurück, dass die EZB bei der Durchführung von Refinanzierungsgeschäften alle Staatsanleihen der EURO12-Staaten als gleichwertige Sicherheiten seitens der Geschäftsbanken akzeptierte, sofern diese ein Rating von mindestens „A-“ gemäß der Bewertungsskala von Standard & Poor's aufwiesen. Im Zuge der griechischen Schuldenkrise wurde diese Anforderung zuletzt auf „CCC“ gesenkt und damit der Weg für den Ankauf griechischer Staatspapiere nach deren „Abwertung“ durch die Rating-Agenturen freigemacht.
- 6 Im Vorfeld des Vertrags von Maastricht wurde – ähnlich der im deutschen Grundgesetz vor Verabschiedung der Schuldenbremse in Artikel 115 verankerten Beschränkung der Neuverschuldung auf die Höhe der Nettoinvestitionsausgaben („goldene Regel der Finanzpolitik“) – zwischenzeitlich noch der Vorschlag zur Einführung eines dritten Kriteriums diskutiert. Gemäß diesem Kriterium hätte ein Staat auch bei einem Bruch der goldenen Regel und einem gleichzeitigen Defizit oberhalb eines niedrigen Referenzwerts von 0,5 Prozent des BIP gegen den Grundsatz der Haushaltsdisziplin verstoßen, vgl. Monetary Committee of the European Community (1991). Obwohl die goldene Regel nicht als formales Kriterium aufgenommen wurde, findet sie sich in Artikel 126 Absatz 3 AEUV wieder, gemäß dem bei einem Verstoß gegen die Maastrichtkriterien unter anderem zu berücksichtigen ist, ob das Defizit die Nettoinvestitionsausgaben übersteigt.

fache Antwort auf die Frage der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen: Eine auf Dauer nachhaltige oder gemäß der deutschen Fassung des Vertrages tragbare Haushalts-situation bemisst sich an einem jährlichen Defizit unterhalb von 3 Prozent des BIP sowie einem Schuldenstand nahe von 60 Prozent des BIP. Doch wie sind diese Anforderungen zu bewerten? Und waren sie in der Realität in der Lage, eine stabile Schuldenquote, geschweige denn eine Rückführung an den Referenzwert von 60 Prozent des BIP zu gewährleisten? Nicht erst nach den jüngsten Erfahrungen kann das Ergebnis – freundlich gesprochen – nur als bescheiden bezeichnet werden.

Schuldenquote im Vergleich zum Jahr 1998 an. Wie kann das sein?

**Wirtschaftswachstum –  
das fehlende Glied in der Logik von Maastricht**

Ein Grund ist, dass die Maastrichtkriterien an alle Eurostaaten den gleichen Bewertungsmaßstab anlegen. Dies ist zwar einerseits sinnvoll, als es dadurch „keinen“ Interpretationsspielraum gibt. Andererseits schert die Logik von Maastricht alle Länder über einen Kamm und vernachlässigt den „schuldensenkenden“ Effekt des Wirtschaftswachstums.

**Abbildung 1: Schuldenarithmetik und die Logik von Maastricht**

**a) Schuldenstabilität im Jahr 1999 (in Prozent des BIP)**

	Staats-schuld	Wachstums-rate des nominalen BIP	Schulden-stabilisierendes Defizit	Tatsächliches Defizit	Stabilisierungs-lücke	Staats-schuld
	1998	1999	1999	1999	1999	1999
	in Prozent des BIP	in Prozent	in Prozent des BIP	in Prozent des BIP	in Prozent des BIP	in Prozent des BIP
	(1)	(2)	(3) = (1)*(2)	(4)	(5) = (4)-(3)	(6)
EURO12	73	4,5	3,3	1,5	-1,8	72
Belgien	117	3,9	4,6	0,7	-3,9	114
Deutschland	60	2,1	1,3	1,6	0,3	61
Irland	53	15,2	8,1	-2,6	-10,7	48
Griechenland	95	6,6	6,3	3,1	-3,2	94
Spanien	64	7,5	4,8	1,2	-3,6	62
Frankreich	60	3,5	2,1	1,8	-0,3	59
Italien	115	3,3	3,8	2,0	-1,8	114
Luxemburg	7	14,2	1,0	-3,4	-4,4	6
Niederlande	66	6,5	4,3	-0,4	-4,7	61
Österreich	64	3,8	2,4	2,4	0,0	67
Portugal	50	7,5	3,8	2,7	-1,1	50
Finnland	48	4,9	2,4	-1,7	-4,1	46

**b) Schuldenstabilität im Zeitraum 1999–2008 (in Prozent des BIP)**

	Staats-schuld	Durchschnittl. Wachstums-rate des nominalen BIP	Durchschnittl. schulden-stabilisierendes Defizit	Durchschnittl. tatsächliches Defizit	Durchschnittl. Stabilisierungs-lücke	Staats-schuld
	1998	1999–2008	1999–2008	1999–2008	1999–2008	2008
	in Prozent des BIP	in Prozent	in Prozent des BIP	in Prozent des BIP	in Prozent des BIP	in Prozent des BIP
	(1)	(2)	(3) = (1)*(2)	(4)	(5) = (4)-(3)	(6)
EURO12	73	4,1	3,0	2,4	-0,6	71
Belgien	117	4,2	4,9	1,0	-3,9	89
Deutschland	60	2,4	1,4	2,3	0,9	67
Irland	53	8,5	4,5	0,7	-3,8	44
Griechenland	95	7,0	6,7	6,7	0,0	113
Spanien	64	7,3	4,7	1,3	-3,4	40
Frankreich	60	3,9	2,3	3,2	0,9	68
Italien	115	3,7	4,3	3,2	-1,1	106
Luxemburg	7	8,5	0,6	-2,2	-2,8	14
Niederlande	66	5,1	3,4	0,9	-2,5	58
Österreich	64	4,0	2,6	2,0	-0,6	64
Portugal	50	4,6	2,3	4,3	2,0	72
Finnland	48	4,8	2,3	-3,3	-5,6	34

Die Stabilisierungslücke entspricht der Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem schuldenstabilisierenden Defizit. Negative Werte wirken sich senkend auf die Schuldenquote aus. Eingefärbte Zellen zeigen ein Defizit oberhalb von 3 Prozent des BIP bzw. eine Staatsschuld oberhalb von 70 Prozent des BIP oder eine positive, die Schuldenquote erhöhende Stabilisierungslücke an.

Quellen: AMECO Database, Eurostat, OECD Economic Outlook Database, World Economic Outlook Database, eigene Berechnungen. Finanzierungsdefizite wurden um einmalige Einnahmen aus dem Verkauf von Mobilfunklizenzen bereinigt.

Bei Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion im Jahr 1999 haben mit Ausnahme Griechenlands alle EURO12-Staaten die Defizitobergrenze erfüllt. Und wenn man den Referenzwert für die Schuldenquote etwas großzügig interpretiert, so hat mit Ausnahme der hochverschuldeten Länder Belgien, Griechenland und Italien die Mehrzahl der Staaten auch das Schuldenkriterium mehr oder weniger erfüllt (siehe Abbildung 1).

Wie das Beispiel Deutschland zeigt, gewährleistet die Einhaltung des Defizitkriteriums jedoch nicht automatisch eine stabile Schuldenquote. Denn obwohl das deutsche Defizit in Höhe von 1,6 Prozent des BIP im Jahr 1999 deutlich unter dem 3-Prozent-Kriterium lag, stieg die deutsche

Genauer gesagt können stärker wachsende Volkswirtschaften bei gegebener Schuldenquote ein höheres Defizit verkraften als langsamer wachsende. Doch wie genau sieht die Schuldenarithmetik zwischen Defizit, Schuldenquote und Wirtschaftswachstum aus? Näherungsweise lässt sich das schuldenstabilisierende – also das zur Stabilisierung der Schuldenquote maximal zulässige – Defizit (im Verhältnis zum BIP) ermitteln, indem man die (nominale) Wachstumsrate des BIP mit der Schuldenquote des Vorjahres multipliziert (siehe Box 3 auf Seite 11).<sup>7</sup> Bei gegebener Schulden-

<sup>7</sup> Das ist gleichbedeutend mit der Aussage, dass der Schuldenstand prozentual mit der gleichen Rate wächst wie das BIP. Das Verhältnis dieser beiden Größen – die Schuldenquote – bleibt mithin konstant.

quote kann das Defizit folglich umso höher ausfallen, je höher das Wirtschaftswachstum ist. Darüber hinaus impliziert die Schuldenarithmetik, dass das Defizit – bei gegebenem Wirtschaftswachstum – umso höher ausfallen kann, je höher die Schuldenquote ist.<sup>8</sup> Als Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem schuldenstabilisierenden Defizit ergibt sich die Stabilisierungslücke. Diese entspricht der rein rechnerischen Zunahme der Schuldenquote bzw. dem zur Stabilisierung der Schuldenquote notwendigen Konsolidierungsbedarf. Mithin bedeutet eine negative Stabilisierungslücke, dass die Schuldenquote sinken sollte.

Entsprechend der Schuldenarithmetik ergibt sich für Deutschland im Jahr 1999 ein schuldenstabilisierendes Defizit von 1,3 Prozent des BIP, für Griechenland hingegen von 6,3 Prozent des BIP (siehe Abbildung 1a). Zwar belief sich die griechische Schuldenquote zum Jahresbeginn 1999 auf knapp das Anderthalbfache der deutschen Schuldenquote. Angesichts eines mehr als dreimal so hohen Wirtschaftswachstums war das griechische Defizit von 3,1 Prozent des BIP im Jahr 1999 allerdings nicht nur ausreichend, um die Schuldenquote auf dem Niveau des Jahres 1998 zu stabilisieren, sondern erlaubte sogar eine Rückführung der Staatsschuld in Relation zur Wirtschaftskraft. Und genau dies zeigen auch die Daten. Stellt man die Schuldenquoten der Jahre 1998 und 1999 gegenüber, so hat die Schuldenlast in Deutschland zu-, in Griechenland und den meisten anderen EURO12-Staaten hingegen abgenommen (siehe Abbildung 1a). Lediglich in Österreich ist die tatsächliche Schuldenquote entgegen den Berechnungen der Schuldenarithmetik angestiegen.<sup>9</sup>

Infolge der konjunkturellen Entwicklung und des Wirkens der automatischen Stabilisatoren liefert die Betrachtung eines einzelnen Jahres jedoch ein unvollständiges und möglicherweise verzerrtes Bild der Schuldenstabilität.<sup>10</sup> Entscheidend ist, ob ein Staat die Anforderungen an die Nachhaltigkeit seiner öffentlichen Finanzen mittelfristig und damit im Durchschnitt über mehrere Jahre erfüllt. Aufgrund der schwachen Wachstumsperformance Deutschlands in der ersten Hälfte der 2000er Jahre stieg die deutsche Schuldenquote von 1999 bis 2008 von 60 auf 67 Prozent des BIP an, obwohl das jährliche Haushaltsdefizit – im Durchschnitt – unterhalb des 3-Prozent-Kriteriums blieb (siehe Abbildung 1b). Es lag allerdings deutlich über dem schuldenstabilisierenden Defizit von 1,4 Prozent des BIP, so dass eine positive Stabilisierungslücke vorlag. Allerdings stand Deutschland nicht länger alleine da. Auch Frankreich und Portugal hatten in diesem Zeitraum Haushaltsdefizite, die über dem von der Schuldenarithmetik erlaubten Niveau lagen. Hingegen hatte der griechische Staatshaushalt zwar nicht gegen die Schuldenstabilität verstoßen, mit einer Stabilisierungslücke von Null hatte Griechenland seinen fiskalischen Spielraum allerdings ausgereizt.

### Die öffentliche Finanzentwicklung vor und nach Maastricht

Dennoch wäre es voreilig, wenn man aus diesen Ergebnissen das Scheitern der Maastrichtkriterien ableiten würde. Zwar ist man nicht nur aktuell weit von den goldenen Zeiten zu Beginn der 1960er Jahre entfernt, als ausgeglichene und sogar Überschüsse erzielende Haushalte die Regel waren. Im Vergleich zum Zeitraum zwischen Mitte der 1970er und Mitte der 1990er Jahre, als die Schuldenspirale infolge der beiden Ölkrisen und steigender Zinsen ihren Anfang nahm, kann das Regelwerk von Maastricht zumindest einen Teilerfolg bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte verbuchen. Allein die Drohung einer möglichen Nicht-Teilnahme führte bereits im Vorfeld der Währungsunion dazu, dass sich das durchschnittliche Haushaltsdefizit der EURO12-Staaten von 4,9 Prozent des BIP in der ersten Hälfte der 1990er Jahre auf 3,2 Prozent des BIP in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre verringerte. Gleichzeitig konnte die Schuldenspirale gestoppt und die Schuldenquote im Vergleich zu ihrem Höhepunkt Mitte der 1990er Jahre sogar wieder leicht gesenkt werden (siehe Abbildungen 2 und 3).<sup>11</sup> Und zumindest in der Gesamtbetrachtung setzte sich der eingeschlagene Konsolidierungskurs auch im Zeitraum zwischen der Jahrtausendwende und dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise weiter fort, so dass das Haus-

8 Betrachtet man zwei Staaten, die sich lediglich im Hinblick auf ihre Schuldenquote, nicht aber im Hinblick auf das Defizit und das Wirtschaftswachstum unterscheiden, so hat diese Implikation der Schuldenarithmetik zur Folge, dass sich in beiden Staaten langfristig die gleiche Höhe der Schuldenquote einstellt. Es kommt folglich zu einer Konvergenz der Schuldenquoten. Entsprechend sollte diese Implikation der Schuldenarithmetik nicht dahingehend interpretiert werden, dass man höher verschuldeten Staaten ein höheres Defizit zugestehen sollte.

9 Gemäß der theoretischen Schuldenarithmetik entspricht das laufende Finanzierungsdefizit der Veränderung des Schuldenstands. In der Praxis spiegelt die Veränderung des Schuldenstands allerdings auch andere Effekte wider. Beispielsweise hat eine Auf- oder Abwertung der eigenen Währung im Vergleich zum Vorjahr zur Folge, dass der Wert von in ausländischer Währung denominierten Schulden ab- oder zunimmt. Auch führt ein mittels Schulden finanzierter Kauf von Vermögenswerten zu einer Zunahme der Staatsverschuldung, ohne dass sich dies in einem höheren Defizit niederschlägt. Beispielsweise erklärt sich die deutliche Zunahme der deutschen Schuldenquote im Jahr 2010 nicht aus einem hohen Defizit, sondern vielmehr aus der staatlichen Übernahme des toxischen Wertpapierbestands der Hypo Real Estate und der WestLB. Für einen Überblick über die Bedeutung dieser sogenannten Stock-flow adjustments in den Jahren 2007 bis 2010 siehe Eurostat (2011).

10 Infolge einer negativen wirtschaftlichen Entwicklung sinkt einerseits das maximal zulässige Defizit, während andererseits das tatsächliche Defizit infolge sinkender Steuereinnahmen und steigender Ausgaben zunimmt.

11 Zwar waren diese Konsolidierungserfolge auch auf sinkende Realzinsen, die Konvergenz an das deutsche Nominalzinsniveau und die konjunkturelle Entwicklung zurückzuführen. Allerdings ist auch bei Bereinigung des Konjunktur- und Zinseffekts ein deutlicher Rückgang der Defizite festzustellen, siehe EZB (2008).

Abbildung 2: Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen seit den 1970er Jahren (Durchschnitt der EURO12-Staaten)

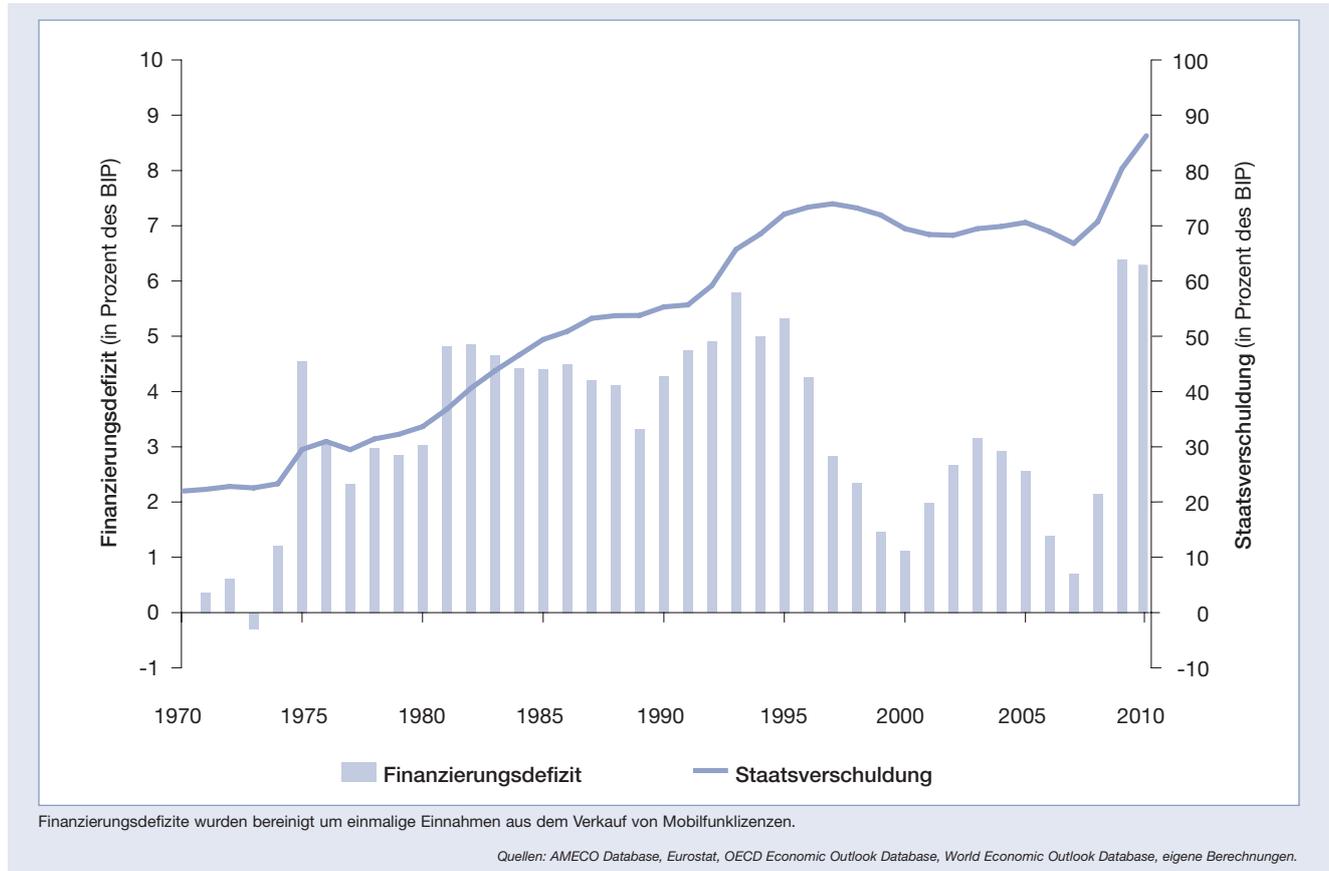


Abbildung 3: Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den EURO12-Staaten seit den 1970er Jahren

a) Finanzierungsdefizit der EURO12-Staaten (in Prozent des BIP)

	1970 - 1974	1975 - 1979	1980 - 1984	1985 - 1989	1990 - 1994	1995 - 1999	2000 - 2004	2005 - 2008	2009	2010
EURO12	0,4	3,1	4,4	4,1	4,9	3,2	2,4	2,6	6,4	6,3
Belgien	3,3	6,4	12,9	8,8	7,2	2,5	0,1	2,0	5,9	4,2
Deutschland	0,0	3,4	3,0	1,2	2,5	2,6	3,2	1,6	3,2	4,4
Irland	4,6	9,0	10,5	7,4	2,6	-0,8	-1,4	3,4	14,2	31,3
Griechenland	0,1	2,2	5,8	10,0	11,0	5,7	5,3	8,8	15,8	10,8
Spanien	-0,2	1,4	5,0	4,8	5,5	4,2	0,5	2,0	11,2	9,3
Frankreich	-0,3	1,4	2,2	2,6	4,4	3,4	2,9	3,8	7,6	7,1
Italien	5,5	8,4	9,9	11,7	10,5	4,4	3,1	3,5	5,4	4,5
Luxemburg	-2,6	-1,9	-0,1	-2,7	-2,0	-2,8	-2,7	-1,4	0,9	1,1
Niederlande	0,7	2,0	5,1	4,6	3,7	2,6	1,2	0,9	5,6	5,0
Österreich	-1,4	2,6	2,7	3,5	3,4	3,4	1,9	1,9	4,1	4,4
Portugal	-1,2	4,9	6,5	5,8	6,4	3,8	3,4	5,4	10,2	9,8
Finnland	-4,7	-5,3	-3,4	-4,2	3,2	1,5	-4,2	-2,7	2,7	2,8

b) Staatsverschuldung der EURO12-Staaten (in Prozent des BIP)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007	2010
EURO12	22	30	34	49	55	72	69	71	67	86
Belgien	60	56	76	118	129	130	108	92	84	96
Deutschland	18	24	30	40	41	56	60	69	65	83
Irland	48	58	69	101	93	81	37	27	25	95
Griechenland	18	19	22	48	71	97	103	101	107	145
Spanien	15	12	17	42	44	63	59	43	36	61
Frankreich			21	31	35	55	57	67	64	82
Italien	37	56	57	81	95	122	109	105	103	118
Luxemburg	20	13	10	12	5	7	6	6	7	19
Niederlande		40	45	70	77	76	54	52	45	63
Österreich	18	23	35	48	56	68	66	64	60	72
Portugal		19	29	57	53	59	48	63	68	93
Finnland	11	7	11	16	14	57	44	42	35	48

Finanzierungsdefizite wurden bereinigt um einmalige Einnahmen aus dem Verkauf von Mobilfunklizenzen. Eingefärbte Zellen spiegeln ein Defizit bzw. einen Schuldenstand oberhalb der Maastrichter Referenzwerte von 3 bzw. 60 Prozent des BIP wider.

Quellen: AMECO Database, Eurostat, OECD Economic Outlook Database, World Economic Outlook Database, eigene Berechnungen.

haltsdefizit im Durchschnitt auf einem Niveau von 2,5 Prozent des BIP und die Staatsverschuldung auf einem Niveau von 70 Prozent stabilisiert werden konnten.<sup>12</sup>

### **Konsolidierungsmüdigkeit nach Erreichen des Euro-Etappenziels**

Trotz dieser positiven Konsolidierungsbilanz muss die Entwicklung seit der Jahrtausendwende zwiespältig betrachtet werden. Denn nach Erreichen des Euro-Etappenziels machte sich in mehreren Staaten wieder eine Konsolidierungsmüdigkeit breit, so dass neben Italien (2001 bis 2006) auch Deutschland (2001 bis 2005) und Frankreich (2002 bis 2004) mehrere Jahre in Folge gegen das 3-Prozent-Kriterium verstießen. Portugal erfüllte es lediglich einmal (2002) und Griechenland in keinem einzigen Jahr. Problematischer als die eigentlichen Verstöße ist die Tatsache, dass keine

Sanktionen folgten. Im Falle von Deutschland und Frankreich wurden sie sogar durch den Europäischen Rat blockiert und der Sanktionsmechanismus des Stabilitäts- und Wachstumspakts abgeschwächt. Mit der Signalwirkung dieser Entscheidung hat man der Einhaltung der Haushaltsdisziplin nicht erst im Rückblick einen Bärendienst erwiesen. Als europäische Musterschüler können dagegen Finnland und Luxemburg gelten. Als einzige der zwölf Gründungsmitglieder haben diese beiden Staaten die Maastrichtkriterien nicht nur durchweg, sondern insbesondere auch in den Krisenjahren 2009 und 2010 erfüllt (siehe auch Box 2).

<sup>12</sup> Entgegen dieser positiven Interpretation der Daten finden beispielsweise Ioannou/Stracca (2011) keinen signifikanten Konsolidierungseffekt infolge des Maastrichter Regelwerks.

### **Box 2: Solide Haushaltspolitik in Zeiten der Krise – das Beispiel Finnland**

Im Unterschied zu den rekordverdächtigen Defiziten der anderen Mitgliedsstaaten zeigt insbesondere das Beispiel Finnland, dass es auch anders geht und eine solide Haushaltspolitik auch in Krisenzeiten möglich ist. Die Tatsache, dass Finnland neben Luxemburg die Maastrichtkriterien selbst in den Krisenjahren problemlos erfüllen konnte, ist weniger einer glücklichen Fügung als vielmehr dem Umstand zuzuschreiben, dass Finnland zwischen 1998 und 2008 durchweg einen Haushaltsüberschuss von durchschnittlich 3,7 Prozent des BIP erwirtschaftet und seine Schuldenquote von ihrem Höchststand im Jahr 1994 (58 Prozent) auf 34 Prozent des BIP in 2008 verringert hat.\* Daher konnte Finnland den Einbruch seiner realen Wirtschaftsleistung um mehr als 8 Prozent in 2009 und die Verschlechterung der Haushaltslage um mehr als 6 Prozentpunkte auch ohne einen Verstoß gegen die Maastrichtkriterien bewältigen.\*\* Die fiskalische Bilanz Finnlands ist umso beeindruckender, als Finnland infolge des Zusammenbruchs der Sowjetunion und der nordischen Bankenkrise bereits Anfang der 1990er Jahre einen Rückgang seiner realen Wirtschaftsleistung um knapp 10 Prozent und bei einem Defizit von durchschnittlich 5,5 Prozent des BIP eine Vervierfachung seiner Schuldenquote von 14 auf 57 Prozent des BIP zu verkraften hatte.

\* Hingegen hat man in Deutschland – nach jahrelangen Verstößen gegen die Maastrichtkriterien – bereits die ausgeglichenen Haushalte der Jahre 2007 und 2008 als einen haushaltspolitischen Konsolidierungserfolg gefeiert.

\*\* Im Vergleich zu Finnland hatte Deutschland lediglich einen Rückgang seines BIP um 5,1 Prozent und eine Verschlechterung seiner Haushaltslage um 3,1 Prozentpunkte zu verkraften.

### 3 War die griechische Schuldenmisere absehbar?

Die Ergebnisse des vorangegangenen Abschnitts haben gezeigt, dass Griechenland seine jährlichen Haushaltsdefizite von deutlich über 3 Prozent des BIP durch ein hohes Wirtschaftswachstum gerade „kompensieren“ konnte, zugleich aber seinen fiskalischen Handlungsspielraum in der Vergangenheit vollständig ausgereizt hatte. Doch wie konnte es sein, dass sich die Beurteilung der Lage im Jahr 2009 auf einmal dermaßen verschlechterte und die Finanzmärkte dem griechischen Staat das Vertrauen entzogen? Zwar ist zu berücksichtigen, dass Griechenland seine Finanzstatistiken seit 1997 systematisch geschönt hatte, um sich Zugang zur Währungsunion zu verschaffen. Aber hätten die Daten nicht spätestens dann die Schieflage der griechischen Staatsfinanzen offenlegen müssen, als dies im Jahr 2004 erstmals bekannt wurde und die Angaben zum Defizit und Schuldenstand nach oben korrigiert werden mussten? Um die Frage nach der Vorhersehbarkeit der griechischen Schuldenkrise näher zu beurteilen, wird die Lage der griechischen Staatsfinanzen im Folgenden aus der Perspektive der Schuldenarithmetik und auf Basis historischer Daten des OECD Economic Outlook untersucht.

#### *Schulden, Wachstum, Defizite – doch welche Rolle spielen die Zinsen?*

Im Einklang mit den Maastrichtkriterien wurde in Abschnitt 2 das Haushaltsdefizit als – neben dem Wirtschaftswachstum und der Schuldenquote – entscheidende Größe für die Schuldenentwicklung betrachtet. Doch wie steht es eigentlich um die Zinsen? Beispielsweise wird in der Diskussion um die Finanzierungsprobleme der europäischen Staatshaushalte stets auf die hohen Zinsen verwiesen, welche die europäischen Staaten – mit Ausnahme von Deutschland – den Käufern ihrer Staatspapiere derzeit gewähren müssen. Die Lösung dieses Zinspuzzles ist darin zu finden, dass die Zinsen bereits im Finanzierungsdefizit berücksichtigt sind. Da die Zinsen für bestehende Schulden in der Regel fixiert sind, werden sich Zinsänderungen allerdings erst im Zeitablauf im Finanzierungsdefizit niederschlagen. Nämlich immer dann, wenn ein Staat sich neu verschuldet oder aber alte durch neue Schulden ablöst.<sup>13</sup> Für die Schuldenarithmetik ist dabei insbesondere der Fall einer ungünstigen Zinsentwicklung – wie sie aktuell in den Krisenländern zu beobachten ist – problematisch, da sich auf Basis des aktuellen Finanzierungsdefizits dann eine zu optimistische Einschätzung der zukünftigen Haushaltslage ergibt.<sup>14</sup> Allerdings kann auch eine günstige Zinsentwicklung im Zeitablauf problematisch

werden, wenn die sich hieraus eröffnenden Handlungsspielräume statt für den Schuldenabbau für Ausgabenerhöhungen oder Steuersenkungen genutzt werden. Um diese Probleme und damit die Rolle der Zinsen explizit zu berücksichtigen, ist es üblich, statt des gesamten Finanzierungssaldos oder Haushaltsdefizits den sogenannten Primärsaldo, also den um die Zinsausgaben bereinigten Haushaltssaldo des Staates, zu betrachten.

#### *Der Primärsaldo oder wann lebt ein Staat über seine Verhältnisse?*

Der Primärsaldo bietet darüber hinaus auch eine neue Perspektive auf den Zustand der Staatsfinanzen. Beispielsweise bedeutet ein Primärdefizit, dass ein Staat die Ausgaben für seine eigentlichen oder primären Aufgaben (also bspw. Infrastrukturinvestitionen, Gehälter, Sozialleistungen, etc.) nicht allein aus seinen laufenden Einnahmen finanzieren kann.<sup>15</sup> Ein Staat in einer solchen Lage muss also nicht nur fortlaufend neue Schulden aufnehmen, um seine Zinsen zu begleichen, sondern muss sich auch verschulden, um seinen eigentlichen Aufgaben nachzukommen. Eine solche Situation kann beispielsweise in einer Krisensituation auftreten oder mag im Falle hoher Investitionsausgaben zum Aufbau der Infrastruktur auch über mehrere Jahre gerechtfertigt sein. Ein Staat, der sich hingegen auf Dauer ein Primärdefizit leistet, lebt über seine Verhältnisse und wird über kurz oder lang in einer Schuldenspirale und damit in der Zahlungsunfähigkeit enden. Umgekehrt bedeutet ein Primärüberschuss, dass die Zinszahlungen zumindest teilweise aus den laufenden Einnahmen und ohne Neuverschuldung finanziert werden können.

#### *Geschönte Statistik – der griechische Primärsaldo im historischen Rückblick*

Mit Blick auf Griechenland spiegelt der Primärsaldo deutlich den Ende der 1990er Jahre verfolgten Konsolidierungskurs wider (siehe Abbildung 4a). Das Primärdefizit des griechischen Staatshaushalts konnte dabei nicht nur deutlich verringert werden, sondern kehrte sich zwischen 1994 und 2002 sogar in einen Primärüberschuss um. Allerdings setzte um die Jahrtausendwende eine Trendumkehr ein und der griechische Primärsaldo verschlechterte sich zusehends.

13 Bereits in der Vergangenheit haben unterschiedliche Zinsentwicklungen in einzelnen Zeiträumen zu einer höheren (1970er/1980er), in anderen (1990er/2000er) hingegen zu einer niedrigeren Belastung der Staatshaushalte beigetragen. Siehe hierzu auch Fußnote 11 sowie Deutsche Bundesbank (2010).

14 Genauer gesagt würde man implizit die Annahme zugrundelegen, dass der Staat Änderungen der Zinslast im Falle einer Erhöhung entweder durch Einsparungen oder im Falle einer Verringerung durch eine Erhöhung der sonstigen Staatsausgaben ausgleicht.

15 Dies ist vergleichbar mit einem privaten Haushalt, der seine laufenden Ausgaben für Miete, Kleidung, Essen, etc., nicht aus seinem laufenden Einkommen bestreiten kann.

**Box 3: Die Schuldenarithmetik**

Gemäß der Schuldenarithmetik ist die Veränderung der Schuldenquote ( $\Delta b$ ) gegeben durch

$$(1) \quad \Delta b = d - g b.$$

Die Schuldenquote nimmt folglich umso stärker zu, je größer die Defizitquote ( $d$ ), also das Finanzierungsdefizit ausgedrückt als Anteil des BIP, ist. Hingegen fällt die Zunahme der Schuldenquote – bei positivem Wirtschaftswachstum und Schuldenstand – umso geringer aus, je höher das (nominale) Wirtschaftswachstum ( $g$ ) oder aber die gegenwärtige Schuldenquote ( $b$ ) ist. Letzteres spiegelt den schuldensenkenden Effekt des Wirtschaftswachstums wider. Eine stabile Schuldenquote, d.h.  $\Delta b=0$ , stellt sich folglich genau dann ein, wenn sich der schulden erhöhende Effekt des Defizits und der schulden senkende Effekt des Wirtschaftswachstums gerade aufheben, d.h. wenn

$$(2) \quad d = g b.$$

Die schulden(quoten-)stabilisierende Defizitquote entspricht also dem Produkt aus Wachstumsrate und Schuldenquote.

Alternativ lässt sich die Schuldenarithmetik auch mittels des Primärsaldos oder -defizits formulieren. Da die Zinsausgaben (als Anteil des BIP) dem Produkt aus (Nominal-)Zinssatz ( $i$ ) und Schuldenquote ( $b$ ) entsprechen, ist die Primärdefizitquote ( $pd$ ), also die um die Zinsausgaben bereinigte Defizitquote, gegeben durch

$$(3) \quad pd = d - i b.$$

Stellt man Gleichung (3) nach der Defizitquote um ( $d = pd + i b$ ) und setzt diese in Gleichung (1) ein, so ergibt sich für die Veränderung der Schuldenquote ( $\Delta b$ )

$$(4) \quad \Delta b = d - g b = pd + i b - g b = pd + (i - g) b.$$

Da der Primärsaldo ( $ps$ ) dem negativen Wert des Primärdefizits (jeweils in Relation zum BIP) entspricht ( $ps = -pd$ ), ergibt sich alternativ

$$(5) \quad \Delta b = (i - g) b - ps.$$

Der Anstieg der Schuldenquote ist also umso geringer, je höher der Primärsaldo oder die Wachstumsrate, hingegen umso höher, je größer der Zinssatz, der für die Staatsschulden zu bezahlen ist. Zum anderen zeigt Gleichung (5), dass die Schuldenquote einen schulden erhöhenden Effekt hat, wenn der Zinssatz größer ist als die Wachstumsrate ( $i > g$ ), hingegen einen schuldensenkenden Effekt, wenn der Zinssatz kleiner ist als die Wachstumsrate ( $i < g$ ). Das Zwischenfazit lautet damit, dass ein schwaches Wirtschaftswachstum und hohe Zinsen Gift für die Schuldenentwicklung sind.

In der alternativen Formulierung stellt sich eine stabile Schuldenquote, d.h.  $\Delta b=0$ , genau dann ein, wenn der Primärsaldo gerade ausreichend ist, um diesen schulden erhöhenden (bzw. schuldensenkenden) Effekt der Staatsverschuldung zu kompensieren, d.h. wenn

$$(6) \quad ps = (i - g) b.$$

Der schulden(quoten-)stabilisierende Primärsaldo (als Anteil am BIP) entspricht also dem Produkt aus Zins-Wachstum-Differenz und Schuldenquote.

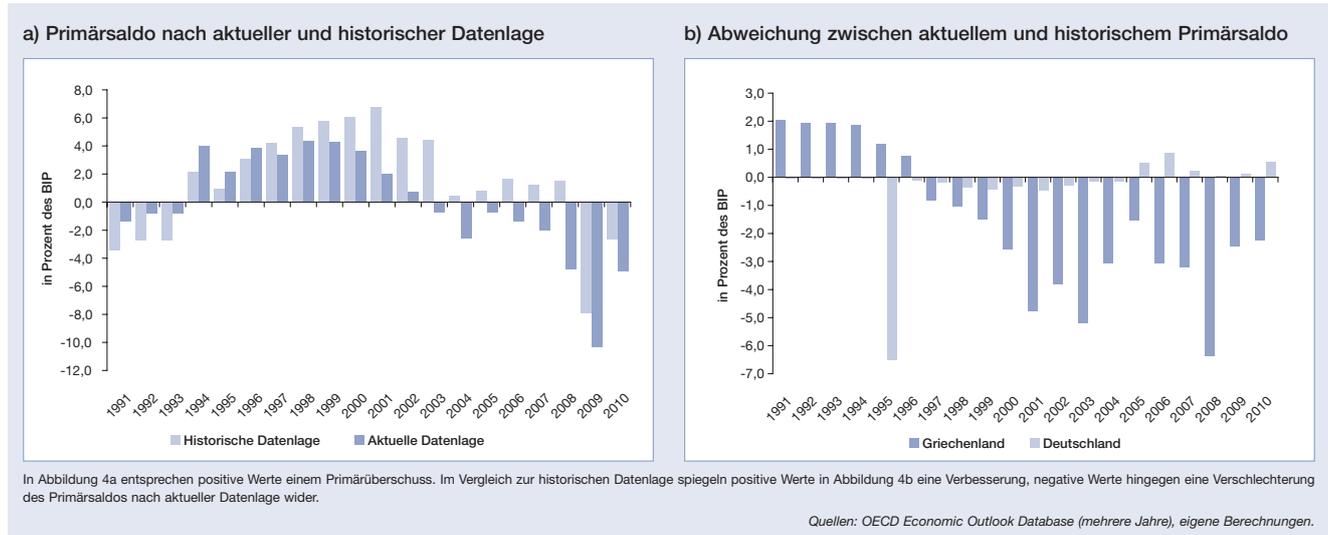
Bereits im Jahr 2003 mündete diese Entwicklung wieder in einem Primärdefizit, welches seitdem anhält und sich mit dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise explosionsartig verschlechtert hat.

Die Entwicklung seit der Jahrtausendwende ist ein deutliches Indiz dafür, dass Griechenland sich zunehmend in eine Situation manövrierte, welche auf Dauer die Stabilität seiner Staatsfinanzen in Frage stellen musste. Erschwerend kam hinzu, dass die griechische Finanzstatistik lange Zeit ein

ganz anderes, viel zu optimistisches Bild der Entwicklung zeigte. Zwar werden Finanzstatistiken im Zeitablauf immer wieder revidiert. Dies ist in Griechenland nicht anders als in Deutschland. Allerdings hat das Ausmaß dieser Revisionen im Falle Griechenlands eine ganz andere Qualität und Quantität (siehe Abbildung 4b).<sup>16</sup> Im Falle Griechenlands

<sup>16</sup> Die deutliche Abweichung zwischen dem aktuellen und dem historischen Primärsaldo in Deutschland im Jahr 1995 ist auf die Verluste der Treuhandgesellschaft zurückzuführen. Letztere wurde erst im Jahr 2008 im Zuge der Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen dem Staat zugerechnet.

Abbildung 4: Das Ausmaß der griechischen Finanzkosmetik



zeigte die Finanzstatistik bis 1996 ein zu pessimistisches, ab 1997 hingegen systematisch ein zu optimistisches Bild. Griechenland frisierte dabei nicht nur das Ausmaß seines Defizits, sondern verschleierte ab 1999 auch die bereits damals einsetzende Trendumkehr bei den Primärsalden. Obwohl diese Fakten ab 2004 bekannt waren, änderte sich wenig an der griechischen Bilanzkosmetik. So zeigen die historischen Daten ab 2004 eine Stabilisierung der Lage mit niedrigen Primärüberschüssen, obwohl der Negativtrend sich nach aktuellem Stand weiter fortsetzte und der griechische Staat seit 2004 durchweg Primärdefizite anhäufte.

### Die griechische Stabilisierungslücke

Obwohl Griechenland bei den Teilnahmebedingungen für die Währungsunion geschummelt hatte, zweifelte bis vor kurzem niemand die Stabilität der griechischen Staatsfinanzen an. Zwar senkte beispielsweise die Ratingagentur Fitch ihr Rating für griechische Staatsanleihen gegen Ende 2004 von „A+“ auf „A“. Die Aussichten wurden dennoch als stabil und im Frühjahr 2007 sogar als positiv bewertet. Und auch auf Basis des Sekundärmarktzinses für langfristige Staatsanleihen war bis zum Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise keinerlei Indiz für eine Verschlechterung der griechischen Staatsfinanzen festzustellen. Um diesen Widerspruch zu bewerten, ist es sinnvoll, sich die Lage der griechischen Staatsfinanzen vor dem Hintergrund der Schuldenarithmetik näher anzusehen. Statt des schuldenstabilisierenden Gesamtdefizits (vgl. Abschnitt 2) wird dabei jedoch der schuldenstabilisierende Primärsaldo ermittelt. Neben dem Schuldenstand, dem BIP und der Wachstumsrate muss hierzu auch der Zinssatz berücksichtigt werden, den ein Staat für seine Schulden zu bezahlen hat. Genauer gesagt erhält man den schuldenstabilisierenden Primärsaldo, indem man die Schuldenquote mit der Zins-Wachstum-

Differenz – der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate – multipliziert (siehe Box 3).<sup>17</sup>

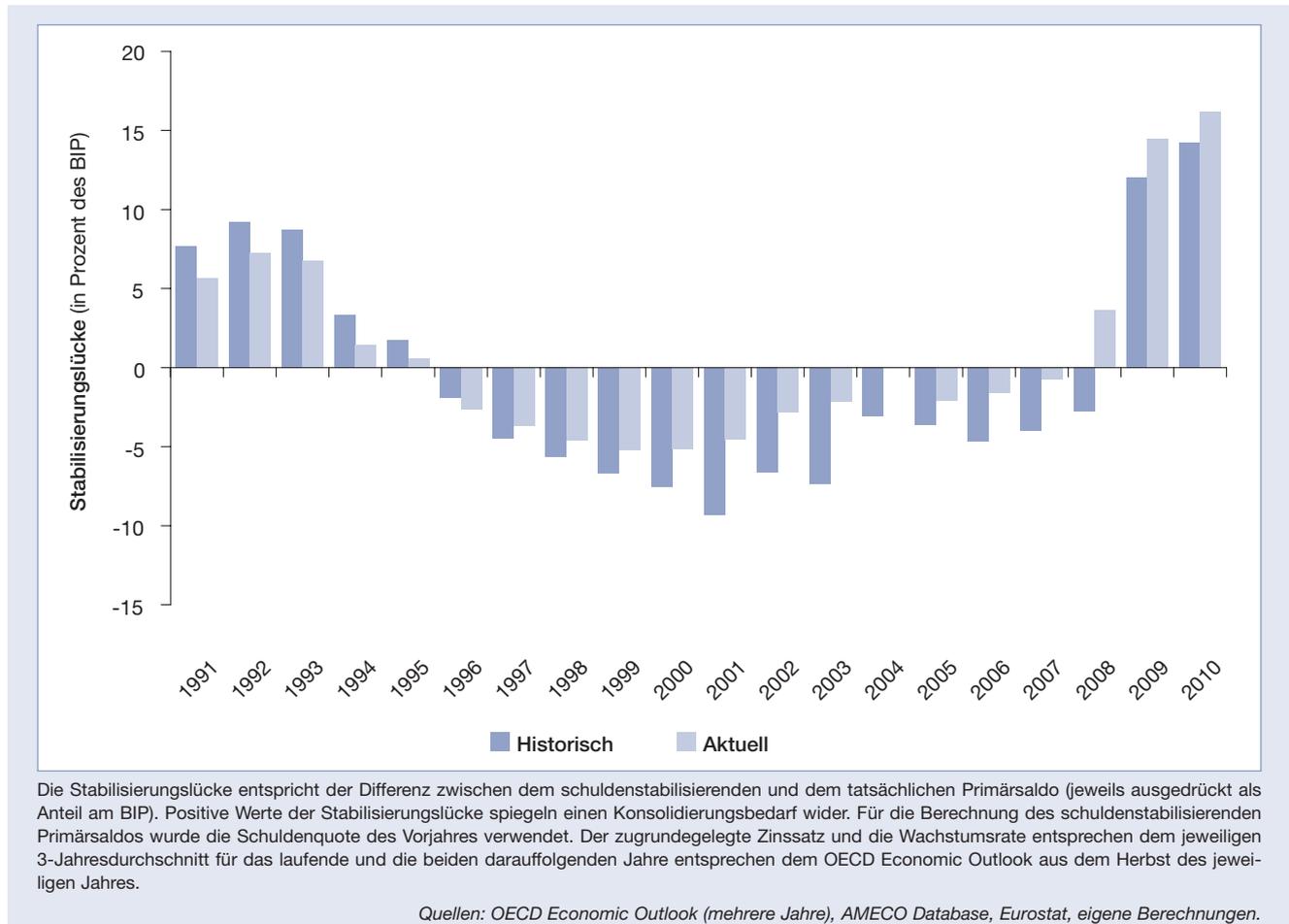
Die Differenz zwischen dem schuldenstabilisierenden und dem tatsächlichen Primärsaldo entspricht dabei wiederum der Stabilisierungslücke, also dem zur Stabilisierung der Schuldenquote notwendigen Konsolidierungsbedarf. Für die griechischen Staatsfinanzen hat sich diese ab dem Jahr 1992 zunächst stetig verbessert (siehe Abbildung 5). Den besten Wert erreichte die Stabilisierungslücke gemäß den historischen Daten im Jahr 2001 und nach aktueller Datenlage im Jahr 1999, also zu Zeitpunkten mit den höchsten Primärüberschüssen.<sup>18</sup> Parallel zur Entwicklung des Primärsaldos verschlechterte sich auch die Stabilisierungslücke Griechenlands nach der Jahrtausendwende. Allerdings wirkte diese Entwicklung zunächst noch kaum besorgniserregend. Selbst unter Zugrundelegung der korrigierten Haushaltsdaten verfügte Griechenland noch über einen vergleichsweise komfortablen fiskalischen Spielraum von 1,6 Prozent des BIP in 2006 und 0,8 Prozent des BIP in 2007.

Das böse Erwachen kam für Griechenland erst während der Finanz- und Wirtschaftskrise. Nach historischer Datenlage verfügte Griechenland noch im Jahr 2008 über einen fiskalischen Spielraum von 2,8 Prozent des BIP. Umso abrupter fiel der nachfolgende Absturz aus. Ende 2009 war die vermeintlich komfortable Situation des Jahres 2008 in eine positive Stabilisierungslücke und damit einen erheblichen Konsolidierungsbedarf umgeschlagen. Im Jahr 2010 hätte

17 Bencek/Klodd (2011) und Cottarelli et al. (2010) verwenden diesen Zusammenhang ebenfalls, um den Umfang der notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen in Griechenland und anderen (Euro-)Staaten zu ermitteln.

18 Hieran ändert sich auch nichts, wenn man analog zu Zins und Wachstum für das Primärdefizit einen 3-Jahres-Durchschnitt unter Berücksichtigung der jeweiligen Prognosen für die kommenden beiden Jahre heranzieht.

Abbildung 5: Die Entwicklung der griechischen Stabilisierungslücke



Griechenland statt des tatsächlichen Primärdefizits von 5 Prozent des BIP eigentlich einen Primärüberschuss von gut 11 Prozent des BIP erzielen müssen, um seine Schuldenquote zu stabilisieren. Zwar spiegeln sich hier auch die schlechte konjunkturelle Lage im Jahr 2010 sowie die schwachen Wachstumsaussichten für das Jahr 2010 wider. Unter dem aktuell hohen Zinsniveau würde sich jedoch selbst bei optimistischen Annahmen zur Konjunkturtherwicklung eine weiterhin hohe Stabilisierungslücke von über 10 Prozent des BIP ergeben.<sup>19</sup>

#### **Spielte Griechenland ein Ponzi-Spiel?**

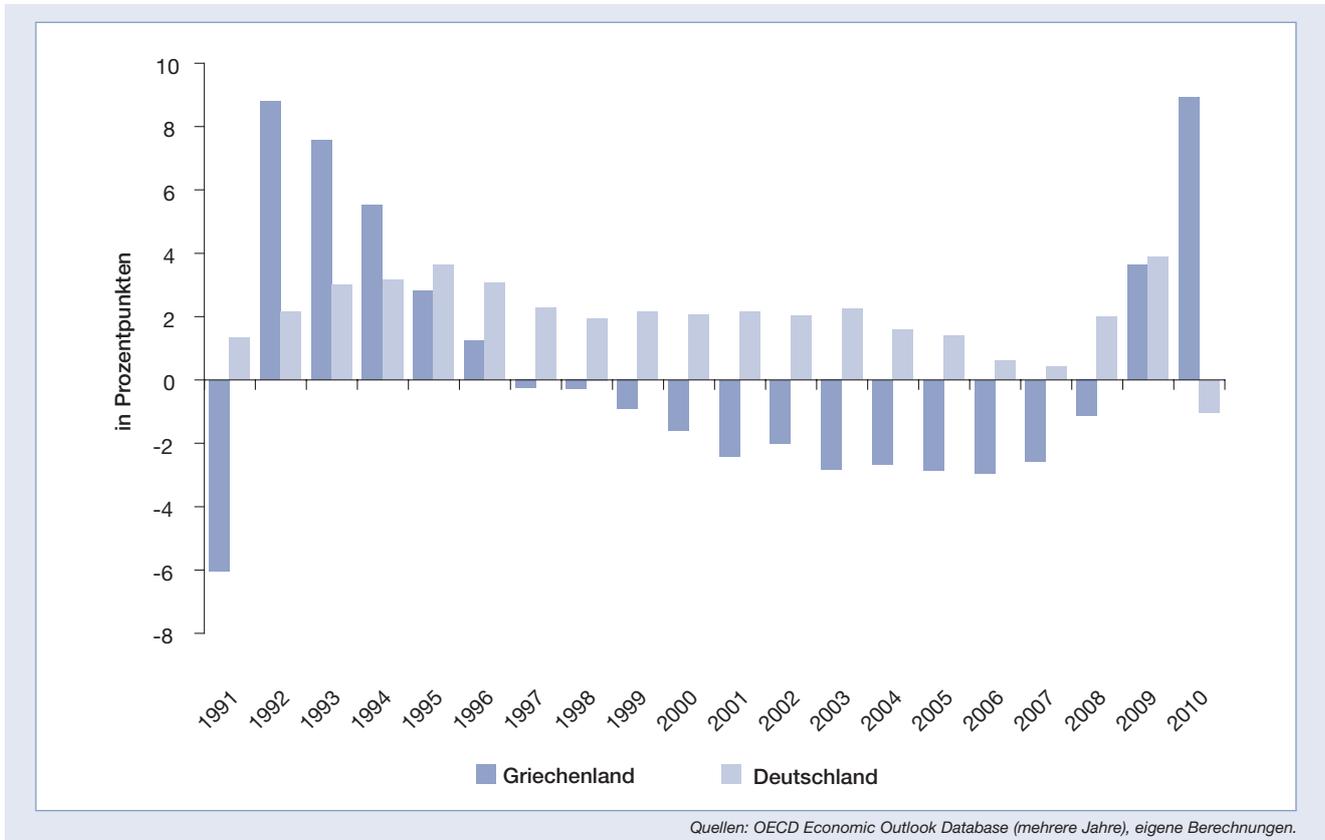
Gemessen an der Entwicklung des Primärsaldos lässt sich feststellen, dass spätestens nach der ersten großen Korrektur der griechischen Finanzstatistiken in den Jahren 2004 und 2005 erste ernste Zweifel an der Stabilität der griechischen Staatsfinanzen hätten aufkommen müssen. Gleichzeitig legen die Ergebnisse der Schuldenarithmetik allerdings auch nahe, dass selbst dann noch kein wirklicher Grund zur Sorge bestanden hat. Wie kann das sein? Hierzu ist es hilfreich, sich die Einflussgrößen der Stabilisierungslücke nochmals ins Gedächtnis zu rufen. Neben dem

Primärsaldo sind dies die Schuldenquote und die Zins-Wachstum-Differenz.

Die Schuldenquote hat für die Entwicklung der griechischen Stabilisierungslücke im Betrachtungszeitraum allerdings nur einen geringen Einfluss gehabt. Der treibende Faktor ist neben dem Primärsaldo vielmehr die Zins-Wachstum-Differenz, welche – wie beispielsweise in Deutschland – in der Regel positiv ist. Anders in Griechenland. Im Vorfeld der Währungsunion war das langfristige griechische Nominal- und Realzinsniveau – wie auch das anderer südeuropäischer Länder – in Richtung des deutlich niedrigeren deutschen Zinsniveaus konvergiert. Dementsprechend hatte die Zins-Wachstum-Differenz in Griechenland bereits seit Anfang der 1990er Jahre eine günstige Entwicklung genommen und wie beispielsweise auch in Spanien ab Mitte der 1990er Jahre einen negativen Wert angenommen (vgl. Abbildung 6).

<sup>19</sup> Bei Annahme einer Wachstumsrate des nominalen BIP von 4 Prozent im laufenden und 6 Prozent im kommenden Jahr hätte sich der mittelfristige Konsolidierungsbedarf im Jahr 2010 beispielsweise weiterhin auf 11 Prozent des BIP beziffert.

Abbildung 6: Das griechische Ponzi-Spiel – Zins-Wachstum-Differenz in Griechenland und Deutschland



Für die Schuldenstabilisierung stellt dies eine äußerst komfortable Situation dar. Denn wie die Schuldenarithmetik zeigt, bedeutet eine negative Zins-Wachstum-Differenz, dass ein Staat seine Schuldenquote stabilisieren und dennoch über seine Verhältnisse leben kann. Mit anderen Worten kann sich ein Staat in einer solchen Situation ein Primärdefizit leisten, ohne sich über eine Zunahme seiner Schuldenquote sorgen zu müssen.

Doch damit nicht genug. Denn solange diese komfortable Situation Bestand hat, führt eine Erhöhung der Schuldenquote nicht etwa dazu, dass man sparen muss. Vielmehr ist das Gegenteil der Fall: Je höher die Schuldenquote, desto höher kann das Primärdefizit sein, ohne dass davon die Schuldenquote negativ beeinflusst würde. Ein einfaches Zahlenbeispiel verdeutlicht diesen Sachverhalt. Die Stabilisierung einer Schuldenquote von 50 Prozent des BIP lässt sich bei einer Zins-Wachstum-Differenz von minus 2 Prozent mit einem Primärdefizit von 1 Prozent des BIP realisieren. Hingegen kann man sich bei einer Schuldenquote von 100 Prozent des BIP bereits das Doppelte, also ein Primärdefizit von 2 Prozent des BIP genehmigen. Warum sollte man in einer solch komfortablen Situation also noch sparen? Für wen sich das nach einem Schneeballsystem anhört, der liegt damit zumindest nicht ganz falsch. In die Sprache der Wirtschaftswissenschaft übersetzt charakterisiert eine ne-

gative Zins-Wachstum-Differenz eine Situation, welche einem Ponzi-Spiel ähnelt.<sup>20</sup> Es war jedenfalls grob fahrlässig und politisch verantwortungslos darauf zu hoffen, dass diese Situation dauerhaft Bestand haben könnte. Daher muss man Griechenland den Vorwurf machen, dass die ökonomische Sondersituation im Zuge der Einführung der Europäischen Währungsunion und des Euro nicht zu einer deutlichen Verringerung der Schuldenquote genutzt wurde. Denn vergleichbar gute Rahmenbedingungen werden so schnell nicht wieder kommen.

#### *Die griechische Tragödie – eine sich selbsterfüllende Prophezeiung?*

Ob man sich in Griechenland bewusst war, ein nicht nachhaltiges Ponzi-Spiel zu betreiben, kann hier nicht beantwortet werden. Die simple Mechanik der Schuldenarithmetik liefert zumindest einen Erklärungsansatz, warum die griechischen Politiker so sorglos mit dem Zustand ihrer Staatsfinanzen umgegangen sind. Auch kann die Schuldenarithmetik erklären, warum Griechenland seine Finanzstatistiken so massiv geschönt hat, um die Teilnahmebedingungen für

<sup>20</sup> Die Bezeichnung Ponzi-Spiel geht auf Charles Ponzi zurück. Dieser hatte in den Vereinigten Staaten der 1920er Jahre Anleger mittels eines Schneeballsystems innerhalb von wenigen Monaten um einen Betrag von 20 Mio. Dollar erleichtert, vgl. Peck (2010).

die Währungsunion zu erfüllen. Denn ohne die Konvergenz an das deutsche Zinsniveau hätte Griechenland allein zur Aufrechterhaltung seiner Schuldenquote dauerhaft hohe Primärüberschüsse von etwa 5 Prozent erwirtschaften müssen, was nach internationaler Erfahrung kaum zu bewerkstelligen gewesen wäre.<sup>21</sup> Schließlich kann die Schuldenarithmetik einen Erklärungsansatz dafür liefern, warum die Finanzmärkte, Ratingagenturen und supranationalen Institutionen auf die Verschlechterung der griechischen Fundamentaldaten nicht frühzeitig oder stärker reagiert haben. Denn unter Zugrundelegung der Fundamentaldaten gab es – zumindest auf Basis der Schuldenarithmetik und des damaligen Zinsniveaus – keinen Grund, das griechische Ponzi-Spiel in Frage zu stellen. Da die positive Einschätzung jedoch maßgeblich auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen ist, hat die Beurteilung auf Basis der Schuldenarithmetik einen entscheidenden Schwachpunkt, welcher ihr den Charakter einer sich selbsterfüllenden Prophezei-

ung verleiht. Denn trotz der sich verschlechternden Fundamentaldaten hat es den Anschein, dass das niedrige Zinsniveau weiterhin die positive Einschätzung der Lage begründete, welche im Umkehrschluss wiederum das niedrige Zinsniveau rechtfertigte. Daher ist zu vermuten, dass dieses Spiel, wenn auch nicht auf Dauer, so doch zumindest noch für einige Zeit hätte weitergehen können, wenn dieses instabile Gleichgewicht durch den Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise nicht empfindlich gestört worden wäre.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Siehe hierzu Bencek/Klodt (2011).

<sup>22</sup> In diesem Zusammenhang sei der Leser noch auf die Studie von Ostry et al. (2010) verwiesen. Aufbauend auf Mendoza/Ostry (2008) ermitteln diese Autoren – mittels eines ursprünglich von Bohn (1998) entwickelten alternativen Ansatzes zur Messung der fiskalischen Nachhaltigkeit – den fiskalischen Handlungsspielraum eines Staates im Sinne einer maximalen tragfähigen Schuldenquote. Infolge des krisenbedingten Anstiegs der Schuldenquoten kommen diese Autoren zum Schluss, dass sich neben Griechenland auch Italien, Japan und Portugal dieser natürlichen Schuldengrenze bedenklich genähert haben und diese in Italien und Japan womöglich schon überschritten wurde.

## 4 Die langfristige Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in den EURO12-Staaten

Allein die Bewältigung der Hinterlassenschaften der Wirtschafts- und Finanzkrise wird viele Staaten in den kommenden Jahren zu einschneidenden Konsolidierungsmaßnahmen zwingen. Und selbst diejenigen Staaten, welche wie beispielsweise Deutschland vergleichsweise glimpflich davon gekommen sind, stehen vor der Aufgabe, die in der Krise aufgetürmte Schuldenlast abzutragen. Gleichzeitig werden die europäischen Gesellschaften sich jedoch den zusätzlichen Herausforderungen infolge der unaufhaltsam fortschreitenden demografischen Entwicklung stellen müssen. Nachdem in den vorangegangenen Abschnitten die mittelfristige Schuldenstabilität im Vordergrund stand, wird im Folgenden die langfristige Nachhaltigkeit der öffentlichen Haushalte der EURO12-Länder untersucht.

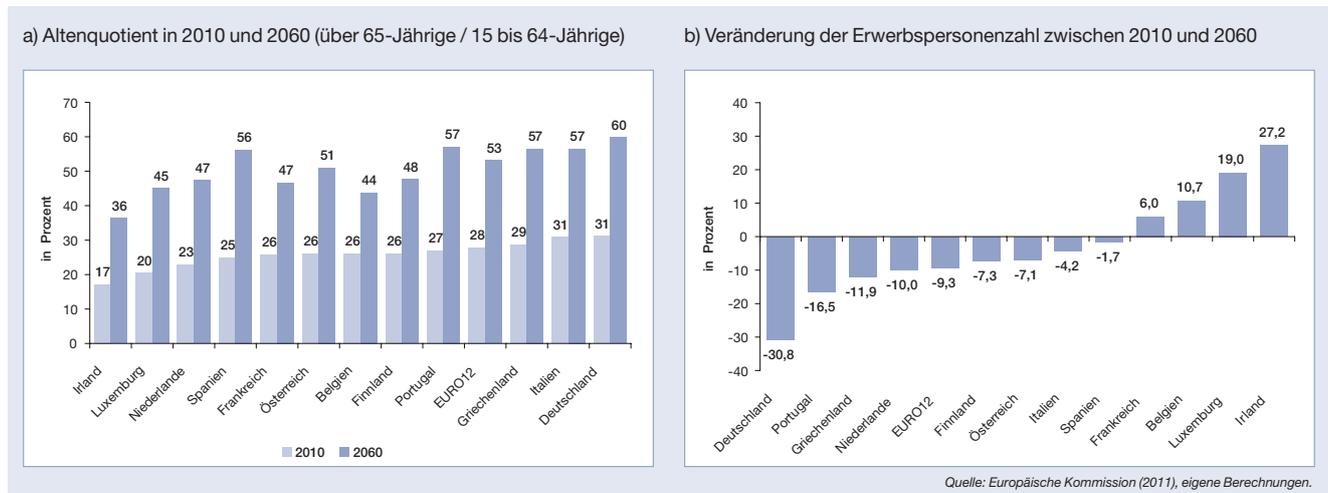
### *Die demografische Herausforderung – Verdoppelung des Altenquotienten bei Rückgang des Erwerbspersonenpotentials*

Obwohl die Bevölkerungen der EURO12-Staaten bereits heute einen hohen Altersdurchschnitt aufweisen, wird der Alterungsprozess in den kommenden Jahrzehnten weiter fortschreiten. Die Ursachen der gesellschaftlichen Alterung

– der Rückgang der Geburtenraten und der Anstieg der Lebenserwartung – sind dabei in sämtlichen Industrieländern identisch.<sup>23</sup> Als Folge wird sich der Altenquotient, d.h. die Anzahl der über 65-Jährigen je 100 Personen im Alter zwischen 15 bis 64 Jahren, in allen betrachteten Staaten bis zum Jahr 2060 in etwa verdoppeln (siehe Abbildung 7a). Mit einem Rückgang der Gesamtbevölkerung ist allerdings nur in Deutschland sowie in geringerem Umfang in Portugal zu rechnen. Ökonomisch bedrohlicher ist hingegen die Tatsache, dass die demografische Alterung in mehr als der Hälfte der EURO12-Staaten zu einem Rückgang des Erwerbspersonenpotentials führen wird. Lediglich in Belgien, Frankreich, Irland und Luxemburg ist infolge einer relativ hohen Fertilität bzw. Nettozuwanderung bis 2060 von einer Zunahme der Erwerbspersonenzahl auszugehen (siehe Abbildung 7b). Trotz weiterhin zu erwartender Produktivitätszuwächse wird allein der Rückgang des Erwerbspersonenpotentials das zukünftige Wachstum des BIP bremsen. Das bleibt nicht ohne Folgen für die öffentlichen Finanzen: Nach den einfachen Zusammenhängen der Schuldenarithmetik erfordert ein dauerhaft niedrigeres Wirtschaftswachstum einen dauerhaft höheren Primärüberschuss, um die Schuldenquote zu stabilisieren.

<sup>23</sup> Einen demografischen Sonderfall stellt Irland dar, welches im Jahr 1950 noch einen der höchsten Altersdurchschnitte der OECD aufwies. Seit den 1950ern hat Irland infolge eines Geburtenbooms in den 1970er Jahren und einer anhaltend hohen Fertilität jedoch einen im OECD-Vergleich einmaligen Verjüngungsprozess durchlaufen und hat aktuell einen der niedrigsten Altersdurchschnitte.

Abbildung 7: Die demografische Herausforderung – Alterung und Wachstumsbremse



### Lediglich die Spitze des Eisbergs ist sichtbar

Da die Einnahmen eines Staates maßgeblich durch Steuer- und Beitragszahlungen der Erwerbspersonen erbracht werden, während ein bedeutender Anteil der Ausgaben in Form von Renten-, Gesundheits- und Pflegeleistungen auf die ältere Bevölkerung entfällt, führt der demografische Wandel in allen Staaten der EURO12-Zone zu einem wachsenden Missverhältnis zwischen der Entwicklung der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben. Die resultierenden Defizite müssten bei Beibehaltung der gegenwärtigen Politik somit durch neue, zusätzliche Schulden ausgeglichen werden. Was das für die öffentlichen Haushalte und die Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik bedeutet, ist in Abbildung 8 dargestellt. Insgesamt beziffert sich die Nachhaltigkeitslücke oder tatsächliche Staatsverschuldung der EURO12-Staaten auf 340 Prozent des BIP (Abbildung 8a).<sup>24</sup> Mit 86 Prozent des BIP ist allerdings nur gut ein Viertel dieses Schuldenbergs bereits in Form expliziter, in der Vergangenheit aufgenommener Schulden sichtbar. Den Löwenanteil trägt mit 254 Prozent des BIP oder knapp drei Vierteln hingegen die implizite und damit heute noch unsichtbare Staatsschuld zur Nachhaltigkeitslücke bei. Letztere resultiert aus den in Zukunft zu erwartenden Defiziten (vgl. Box 5). Bildlich gesprochen verhält es sich mit der Staatsverschuldung also wie mit einem Eisberg: Lediglich die Spitze ist sichtbar.

### Portugal? Spanien? Italien?

#### Das nächste Griechenland liegt in Luxemburg

Wendet man sich den einzelnen Staaten zu, so tragen neben Deutschland noch Finnland, Österreich sowie – gemessen an der aktuellen Haushaltslage etwas überraschend – auch Frankreich und Italien nur unterdurchschnittlich zur Nachhaltigkeitslücke der EURO12-Zone bei. Die größte Überraschung ist allerdings, dass Italien den Nachhaltigkeitsver-

gleich – entgegen der aktuellen Wahrnehmung zum Zustand seiner Staatsfinanzen – mit einer Nachhaltigkeitslücke von lediglich 146 Prozent des BIP noch vor Deutschland (193 Prozent des BIP) und Finnland (195 Prozent des BIP) anführt. Dieses äußerst positive Abschneiden Italiens ist zum einen darauf zurückzuführen, dass Italien – gemäß den hier zugrundegelegten Projektionen der Europäischen Kommission – nach Frankreich den geringsten Anstieg der Renten-, Gesundheits- und Pflegeausgaben zu erwarten hat (siehe Abbildung 11a). Zum anderen leidet Italien aktuell zwar unter einem hohen Schuldenberg von 118 Prozent des BIP und entsprechend hohen Zinsausgaben von knapp 4,4 Prozent des BIP. Gemessen am Primärsaldo, also dem um die Zinsausgaben bereinigten Haushaltssaldo, ergibt sich hingegen eine deutlich positivere Beurteilung der Lage der italienischen Staatsfinanzen. Bereinigt um den konjunkturellen Effekt ist im italienischen Staatshaushalt im laufenden Jahr mit einem Primärüberschuss von 2,1 Prozent des BIP zu rechnen (siehe Abbildung 11b). Damit liegt Italien nicht nur deutlich vor der europäischen Wachstumslokomotive Deutschland, sondern auch deutlich vor allen anderen Staaten der EURO12-Zone. Entsprechend ist in Italien langfristig mit einer positiven Entwicklung der öffentlichen Finanzen zu rechnen.

In der kurzen und mittleren Frist ist der aktuelle Zustand der italienischen Staatsfinanzen dennoch problematisch. Denn angesichts des geringen Wachstums und der hohen Staatsschuld werden die aktuellen Primärüberschüsse bestenfalls ausreichend sein, um die italienische Schuldenquote in den kommenden Jahren zu stabilisieren, aber weit davon entfernt, sie nennenswert zurückzuführen. Erschwerend

<sup>24</sup> Gemessen an der Wirtschaftsleistung im Jahr 2010 (9 Billionen Euro) entspricht die Nachhaltigkeitslücke der EURO12-Staaten einem Betrag von 31 Billionen Euro oder in etwa 75 Prozent des Welt-BIP des Jahres 2010.

**Box 4: Methodik zur Berechnung der Nachhaltigkeitslücken**

Im Gegensatz zu den früheren internationalen Nachhaltigkeitsvergleichen auf Basis der Generationenbilanzierung (siehe Stiftung Marktwirtschaft, 2009, 2010) basieren die Ergebnisse des vorliegenden Beitrags auf den **von der Europäischen Kommission (2009a, 2009b, 2011) veröffentlichten Projektionen zur Entwicklung der altersabhängigen Ausgaben für den Zeitraum 2010 bis 2060**. Neben den Ausgaben für Rente, Gesundheit und Pflege berücksichtigt die Europäische Kommission dabei auch die Rückwirkungen der demografischen Entwicklung auf die Ausgaben für Bildung und Arbeitslosigkeit.

Obwohl diesen Projektionen im Kern ein der Generationenbilanzierung ähnlicher Ansatz zugrundeliegt, bestehen dennoch wesentliche Unterschiede. Ein erster Unterschied betrifft die Annahmen zu den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft. Den Projektionen der Europäischen Kommission liegen hierzu länderspezifische Annahmen zur Entwicklung des BIP zugrunde, welche neben den Produktivitätsfortschritten auch die **zukünftige Entwicklung der Erwerbstätigkeit** – insbesondere die erwartete Zunahme der Erwerbsquoten der Frauen – berücksichtigen. Hingegen unterstellt die Generationenbilanzierung eine Konstanz der heutigen Erwerbsquoten und eine für alle Länder einheitliche Produktivitätsfortschritttrate. Ein zweiter Unterschied betrifft die Entwicklung der Rentenausgaben. Während die Generationenbilanzierung einen einheitlichen Ansatz zugrundelegt, werden die Projektionen der Europäischen Kommission von nationalen Experten **mittels länderspezifischer Rentenmodelle** erstellt.

Darüber hinaus unterscheiden sich die vorliegenden Berechnungen auch in anderen Aspekten von der Generationenbilanzierung. Zum einen wurde für die vorliegenden Berechnungen sowohl im Falle der sonstigen, im weitesten Sinne als nicht altersabhängig einzustufenden, **Staatsausgaben als auch der Staatseinnahmen** unterstellt, dass diese **zukünftig entsprechend der Entwicklung des BIP** zunehmen werden.\* In diesem Sinne ähneln die vorliegenden Berechnungen dem Fiscal-Sustainability-Konzept der OECD.\*\* Demgegenüber orientiert sich die Fortschreibung der sonstigen Staatsausgaben und der Staatseinnahmen im Rahmen der Generationenbilanzierung an der Bevölkerungsentwicklung. Wie Benz/Fetzer (2006) am Beispiel Deutschland zeigen, hat dieser Unterschied in der Praxis zur Konsequenz, dass sich auf Basis der Generationenbilanzierung eine ungünstigere Entwicklung der Staatsausgaben und -einnahmen und damit eine größere Nachhaltigkeitslücke ergibt. Zum anderen liegt der Generationenbilanzierung eine Fortschreibung der Staatsausgaben und -einnahmen über einen theoretisch unendlichen Betrachtungszeitraum zugrunde. Für die vorliegenden Berechnungen wurde stattdessen unterstellt, dass die **Staatsausgaben und -einnahmen im Zeitraum nach 2060** – jeweils gemessen als Anteil des BIP – **den jeweiligen Werten des Jahres 2060 entsprechen**.

Neben diesen Unterschieden wurde in Übereinstimmung mit den früheren Nachhaltigkeitsvergleichen auf Basis der Generationenbilanzierung sowie der Europäischen Kommission (2009c) auch in der vorliegenden Studie ein **realer Diskontzinsatz von 3 Prozent** unterstellt.

\* Sowohl für die sonstigen, nicht-altersabhängigen Staatsausgaben als auch die Staatseinnahmen wurde dabei unterstellt, dass diese – gemessen als Anteil des BIP – im gesamten Projektionszeitraum dem für das Jahr 2011 prognostizierten und um die Konjunktur bereinigten Wert entsprechen.

\*\* Siehe hierzu beispielsweise Benz/Fetzer (2006).

kommt hinzu, dass infolge der steigenden Schuldzinsen von einer weiteren Zunahme der Zinsbelastung des italienischen Staatshaushalts und damit des notwendigen Konsolidierungsbedarfs auszugehen ist.<sup>25</sup>

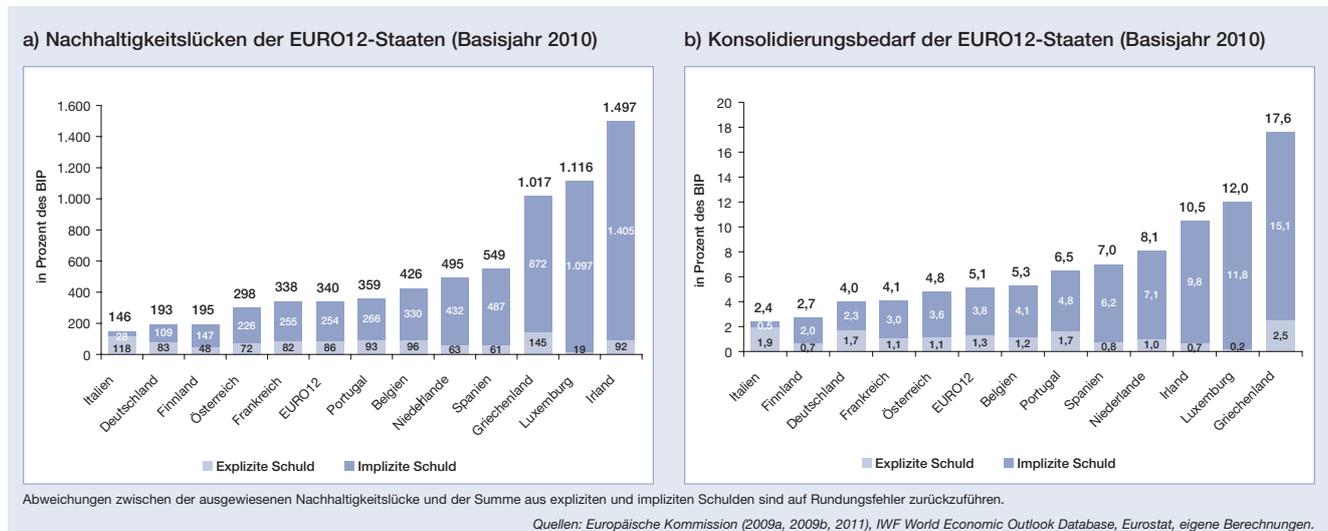
Neben dem positiven Abschneiden Italiens ist auch das schlechte Abschneiden Luxemburgs überraschend. Denn obwohl der Zustand der luxemburgischen Staatsfinanzen sowohl aktuell als auch in der Vergangenheit als mehr als solide zu bezeichnen ist, liegt Luxemburg mit einer Nachhaltigkeitslücke von 1.116 Prozent des BIP in etwa gleichauf mit den „schwarzen Schafen“ Griechenland (1.017 Prozent des BIP) und Irland (1.497 Prozent des BIP). Dieses

schlechte Abschneiden Luxemburgs ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass Luxemburg nach Griechenland die stärkste Zunahme der Renten-, Gesundheits- und Pflegeausgaben zu erwarten hat (siehe Abbildung 11 a).

Erfreulich ist aus deutscher Perspektive, dass Deutschland sich zwar hinter Italien einreihen muss, mit einer Nachhaltigkeitslücke von 193 Prozent des BIP jedoch noch vor Österreich (298 Prozent des BIP) und Frankreich (338 Pro-

<sup>25</sup> Auf Grundlage der aktuellen Staatsverschuldung im Umfang von 120 Prozent des BIP erhöht eine Zunahme des italienischen Zinsniveaus um 100 Basispunkte, d.h. um einen Prozentpunkt, die Zinsausgaben und damit den Konsolidierungsbedarf um 1,2 Prozent des BIP.

Abbildung 8: Nur die Spitze des Eisbergs ist sichtbar – Langfristige Nachhaltigkeit der EURO12-Staaten



zent des BIP) und einem knappen Vorsprung vor Finnland den zweiten Platz im Nachhaltigkeitsranking belegt. Bereits mit einem deutlichen Abstand zur Spitze und einer lediglich unterdurchschnittlichen Performance belegt Portugal (359 Prozent des BIP) zusammen mit Frankreich und Österreich einen Platz im oberen Mittelfeld des Nachhaltigkeitsvergleichs. Hingegen finden sich Belgien, die Niederlande und Spanien mit Nachhaltigkeitslücken zwischen 426 und 549 Prozent des BIP – mit deutlichem Abstand zu den untersten Rängen, aber auch ohne Anschluss an die Spitzenplätze – im Niemandsland des Nachhaltigkeitsrankings wieder (siehe Abbildung 9).

### Die Lasten der Finanz- und Wirtschaftskrise sind lediglich ein Klacks

Durch die Berücksichtigung der impliziten Lasten der demografischen Alterung kann die Nachhaltigkeitslücke den Umfang der wahren Staatsverschuldung beziffern. Unbeantwortet bleibt hingegen die Frage, welche Maßnahmen ein Staat ergreifen muss, um die Nachhaltigkeit seines Haushalts zu gewährleisten. Da eine konkrete Antwort auf diese Frage für jeden Staat eine Einzelfallbetrachtung erfordern würde, welche insbesondere die jeweiligen nationalen Gegebenheiten, aber auch die Präferenzen und Wertvor-

### Box 5: Nachhaltigkeitsindikatoren

**Nachhaltigkeitslücke:** Im Sinne einer Schuldenquote entspricht die Nachhaltigkeitslücke der tatsächlichen Staatsverschuldung im Verhältnis zum heutigen Bruttoinlandsprodukt. Die tatsächliche Staatsverschuldung setzt sich dabei aus der bereits heute sichtbaren oder expliziten Staatsschuld und der heute noch unsichtbaren oder impliziten Staatsschuld zusammen. Im Falle einer positiven Nachhaltigkeitslücke ist eine Fiskalpolitik auf Dauer nicht nachhaltig, so dass Steuer- und Abgabenerhöhungen oder Einsparungen in der Zukunft unumgänglich sind.

**Implizite Schuld:** Im Unterschied zur expliziten Staatsschuld, welche das Ausmaß vergangener Haushaltsdefizite widerspiegelt, entspricht die implizite Schuld der Summe aller zukünftigen (Primär-)Defizite bzw. -überschüsse. Wird in einem zukünftigen Jahr ein Überschuss erzielt, so reduziert dies die implizite Schuld, während ein Defizit diese erhöht. Die implizite Schuld spiegelt damit den Umfang wider, in dem sich zukünftige Defizite und Überschüsse die Waage halten.

**Konsolidierungsbedarf:** Der Indikator Konsolidierungsbedarf entspricht dem Umfang, um den die Staatsausgaben (in Prozent des BIP) dauerhaft verringert werden müssten, um die Nachhaltigkeitslücke zu schließen. Alternativ könnte der Konsolidierungsbedarf auch über eine Erhöhung der Einnahmen aus Steuern und Sozialabgaben aufgebracht werden.\*

\* Es handelt sich dabei um eine rein statische Betrachtung, d.h. Verhaltensänderungen der Bürger infolge einer Ausgabensenkung oder Abgabenerhöhung sowie mögliche Rückwirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung werden vernachlässigt.

Abbildung 9: Nachhaltigkeitsranking der EURO12-Staaten in 2010 – Deutschland in der Spitzengruppe  
(in Prozent des BIP)

		Explizite Staatsschuld	Implizite Staatsschuld	Nachhaltigkeitslücke	Konsolidierungsbedarf
1	Italien (IT)	118,4	27,6	146,0	2,4
2	Deutschland (DE)	83,2	109,4	192,6	4,0
3	Finnland (FI)	48,3	146,9	195,2	2,7
4	Österreich (AT)	71,8	225,9	297,7	4,8
5	Frankreich (FR)	82,3	255,2	337,5	4,3
6	Portugal (PT)	93,3	265,5	358,8	6,5
7	Belgien (BE)	96,2	329,8	426,0	5,3
8	Niederlande (NL)	62,9	431,8	494,6	8,1
9	Spanien (ES)	61,0	487,5	548,5	7,0
10	Griechenland (GR)	144,9	872,0	1.016,9	17,6
11	Luxemburg (LU)	19,1	1.096,5	1.115,6	12,0
12	Irland (IE)	92,5	1.404,7	1.497,2	10,4

Quellen: Europäische Kommission (2009a, 2009b, 2011), AMECO Database, Eurostat, eigene Berechnungen.

stellungen der Bevölkerung berücksichtigt,<sup>26</sup> wird im Folgenden lediglich der insgesamt notwendige Konsolidierungsbedarf der EURO12-Staaten ermittelt. Hierzu ist in Abbildung 8b für jeden der zwölf Gründungsstaaten der Eurozone dargestellt, in welchem Umfang die Staatsausgaben jeweils dauerhaft verringert – oder alternativ die Staatseinnahmen dauerhaft erhöht – werden müssten, um langfristig die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen. Beispielsweise müsste Deutschland seine Staatsausgaben dauerhaft um 4,0 Prozent des BIP verringern, um seine Nachhaltigkeitslücke von derzeit 193 Prozent des BIP auf null zu reduzieren. Gemessen an der Wirtschaftskraft Deutschlands in 2010 (2.476 Mrd. Euro) entspricht dies einem Einsparvolumen von 99 Mrd. Euro. Im Vergleich dazu sind die von der Bundesregierung im Rahmen des Zukunftspakets anvisierten Einsparungen für Bund, Länder und Gemeinden von jährlich knapp 27 Mrd. Euro lediglich ein Klacks.<sup>27</sup>

Für die EURO12-Staaten beziffert sich der notwendige Konsolidierungsbedarf insgesamt auf 5,1 Prozent des BIP, wobei sich neben Deutschland lediglich noch Finnland, Frankreich, Italien und Österreich einem nur unterdurchschnittlichen Anpassungsbedarf gegenübersehen. Hingegen erfordert die Bewältigung der demografischen Lasten in den anderen sieben Gründungsstaaten der Eurozone deutlich höhere Konsolidierungsanstrengungen. Italien sieht sich mit lediglich 2,4 Prozent des BIP und einem knappen Vorsprung vor Finnland (2,7 Prozent des BIP) dem gerings-

ten Anpassungsbedarf gegenüber. Hingegen fällt Deutschland im Vergleich zum Nachhaltigkeitsranking deutlich hinter Finnland zurück und auch der Vorsprung auf Frankreich schmilzt nahezu vollständig. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Schuldenlast Deutschlands infolge der ungünstigeren Bevölkerungsdynamik im Vergleich zu Finnland und Frankreich zukünftig auf eine sinkende Anzahl von Schultern verteilt. Darüber hinaus relativiert sich auch das schlechte Abschneiden Luxemburgs im Nachhaltigkeitsranking. Im Vergleich zum Durchschnitt der EURO12-Staaten sieht sich Luxemburg angesichts seiner drückenden impliziten Schuldenlast zwar einem mehr als doppelt so hohen Konsolidierungsbedarf gegenüber. Gemessen an den Notwendigkeiten zur Bewältigung seines Schuldenbergs liegt Luxemburg nun jedoch deutlich vor Griechenland, welches die rote Laterne von Irland übernimmt.

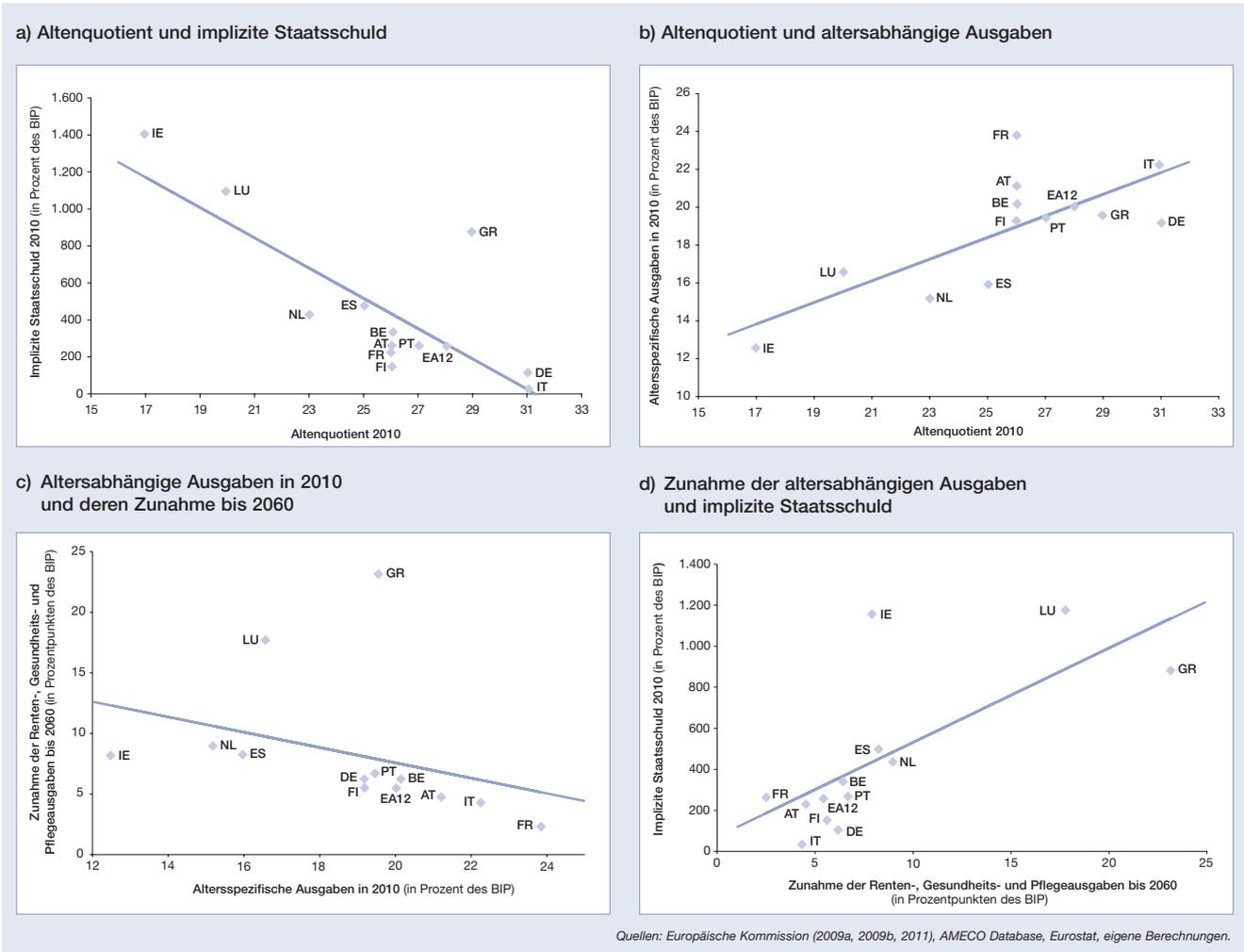
#### Die demografische Herausforderung – nur eine Illusion?

Was sind die treibenden Faktoren hinter diesen teilweise unerwarteten Ergebnissen? Da ein hoher Altenquotient unter ansonsten identischen Bedingungen gleichbedeutend ist mit hohen Renten-, Gesundheits- und Pflegeausgaben,

<sup>26</sup> Beispielsweise mag die Bevölkerung des einen Landes für die Erbringung des notwendigen Konsolidierungsbedarfs eher dazu bereit sein, Steuer- oder Abgabenerhöhungen zu akzeptieren, während die Bevölkerung eines anderen Landes eine Kürzung der Rentenansprüche vorzieht.

<sup>27</sup> Für eine detaillierte Darstellung und Beurteilung des Zukunftspakets siehe Stiftung Marktwirtschaft (2011) und Moog/Raffelhüschen (2011).

Abbildung 10: Die demografische Herausforderung – nur eine Illusion?



liegt die Vermutung nahe, dass die implizite Verschuldung umso höher ausfällt, je höher der heutige oder aber der zukünftige Altenquotient ist. Überraschenderweise wird diese Hypothese nicht bestätigt (siehe Abbildung 10a). Vielmehr scheint das Gegenteil der Fall zu sein, nämlich dass Staaten mit einem hohen Altenquotienten eine geringere implizite Schuldenlast zu tragen haben.<sup>28</sup> Bedeutet dies also, dass die demografische Herausforderung für die öffentlichen Finanzen gar nicht existiert? Diese Frage ist mit einem klaren Nein zu beantworten. Denn entsprechend der Intuition besteht gegenwärtig ein positiver Zusammenhang zwischen der Höhe der altersabhängigen Ausgaben und dem Altenquotient (siehe Abbildung 10b).

Allerdings deuten die Ergebnisse in Stiftung Marktwirtschaft (2010) und Moog/Müller (2011) darauf hin, dass gerade diejenigen Staaten, welche sich infolge eines hohen Altenquotienten und hoher Rentenausgaben einem vergleichsweise hohen Reformdruck gegenübersehen, als Reaktion auf die Konsequenzen der demografischen Alterung bereits in der Vergangenheit umfangreiche Reformen ihrer Rentensys-

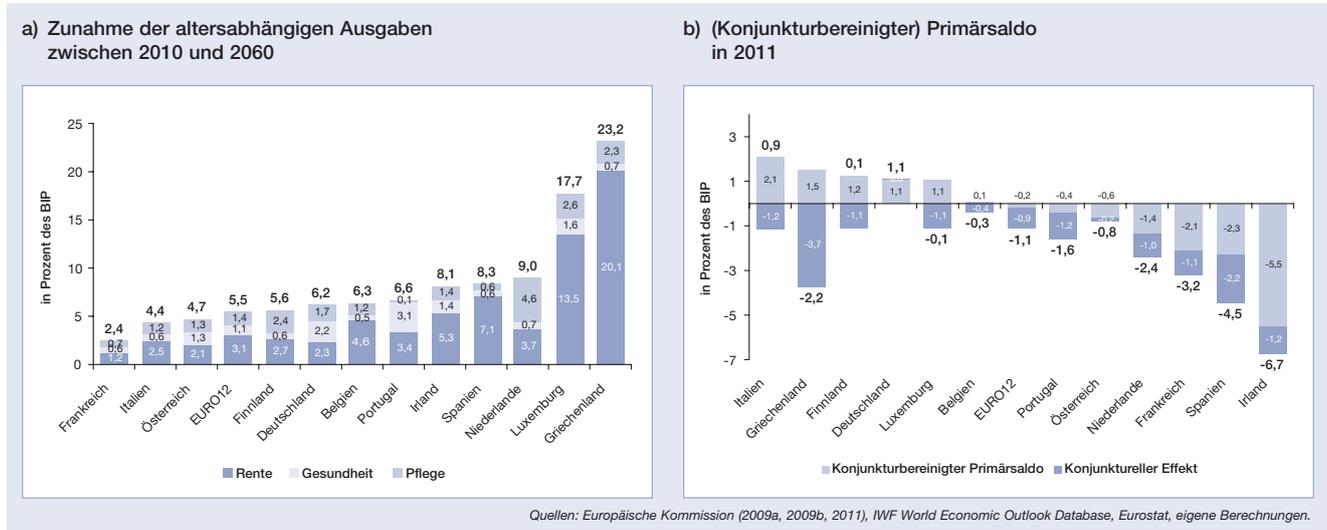
teme beschlossen haben. Diese Reformen bremsen zukünftig das Wachstum der altersabhängigen Ausgaben und entschärfen damit die fiskalischen Folgen eines steigenden Altenquotienten.<sup>29</sup> Mit anderen Worten spiegelt der negative Zusammenhang zwischen impliziter Staatsschuld und Altenquotient die bereits in der Vergangenheit erfolgte politische Reaktion auf die demografische Herausforderung wider. Diese Hypothese wird auch dadurch gestützt, dass zwischen den altersabhängigen Ausgaben in 2010 und deren Zunahme bis 2060 in der Tendenz ein negativer Zusammenhang besteht (siehe Abbildung 10c).<sup>30</sup> Entsprechend zeigt die Analyse der Einflussfaktoren, dass die Höhe der impliziten Staatsschuld weniger vom aktuellen noch vom

28 Ein negativer Zusammenhang ergibt sich auch bei Betrachtung des Altenquotienten für das Jahr 2060 bzw. der Veränderung des Altenquotienten zwischen 2010 und 2060, wobei der Zusammenhang dann jedoch nicht länger statistisch signifikant ist.

29 Siehe Whitehouse et al. (2009) für einen Überblick über die Rentenreformen in den Mitgliedsstaaten der OECD.

30 Als ein weiteres Indiz für diese These ergibt sich für den Altenquotienten und die altersspezifischen Ausgaben in 2060 kein statistisch signifikanter Zusammenhang.

Abbildung 11: Die beiden treibenden Faktoren der impliziten Staatsverschuldung



zukünftigen Niveau, sondern vielmehr von der erwarteten Zunahme der altersabhängigen Ausgaben bestimmt wird (siehe Abbildung 10d). Dies wird auch bestätigt, wenn man die Staaten aufsteigend nach der Zunahme der altersabhängigen Ausgaben ordnet. In dieser Darstellung finden sich mit Griechenland und Luxemburg zwei der drei Staaten mit den höchsten Nachhaltigkeitslücken am Ende des Ländervergleichs wieder, während Italien als Spitzenreiter des Nachhaltigkeitsrankings nach Frankreich den zweiten Platz belegt (siehe Abbildung 11a).

Allein die Unterschiede im Hinblick auf die Zunahme der altersabhängigen Ausgaben können das Abschneiden der einzelnen Staaten im Nachhaltigkeitsranking jedoch nur zum Teil erklären. So würde man auf dieser Grundlage beispielsweise Frankreich an der Spitze und Irland auf einem Platz im Mittelfeld erwarten. Eine umfassende Erklärung der Ergebnisse erfordert daher noch mindestens einen weiteren Einflussfaktor. Da die demografische Entwicklung und die altersabhängigen Ausgaben als erklärende Faktoren bereits berücksichtigt wurden, bleibt dabei als einziger Kandidat lediglich noch die fiskalische Ausgangslage übrig. Neben der Höhe der expliziten Staatsschuld spiegelt sich diese insbesondere im aktuellen Primärsaldo wider.

Ordnet man die Staaten aufsteigend nach der Höhe ihres Primärsaldos, so liefert dies in der Tat den fehlenden Baustein zur Erklärung der Ergebnisse des Nachhaltigkeitsrankings (siehe Abbildung 11b).<sup>31</sup> Beispielweise erklärt sich der Spitzenplatz Italiens neben der vergleichsweise geringen Zunahme der altersspezifischen Ausgaben auch dadurch, dass der italienische Staatshaushalt unter Bereinigung um die konjunkturellen Effekte einen Primärüberschuss von aktuell 2,1 Prozent des BIP aufweist.<sup>32</sup> Hingegen ist die implizite Schuldenlast des französischen Staatshaushalts bei

einer lediglich geringen Zunahme der altersabhängigen Ausgaben dem aktuellen Primärdefizit im Umfang von 2,1 Prozent des BIP geschuldet. Gleichermäßen ist auch die hohe implizite Staatsschuld des irischen Staatshaushalts im Wesentlichen der aktuellen fiskalischen Lage geschuldet. Insbesondere im Vergleich zu Griechenland und Luxemburg leidet Irland bei einer lediglich moderaten Zunahme der altersabhängigen Ausgaben unter einem strukturellen Primärdefizit von aktuell 5,5 Prozent des BIP.<sup>33</sup>

31 Lässt man die Konsequenzen der demografischen Entwicklung außen vor, so lässt sich die kurz- bis mittelfristige Perspektive der Schuldenarithmetik auch zur Beurteilung der langfristigen Nachhaltigkeit heranziehen.  
32 An dieser Einschätzung würde sich qualitativ auch dann nichts ändern, wenn man statt des konjunkturbereinigten den aktuellen Primärsaldo zugrundelegt. Lediglich im Falle von Griechenland würde sich dann eine nochmals deutlich schlechtere Beurteilung ergeben.  
33 Eine einfache statistische Analyse zeigt, dass eine Zunahme der altersabhängigen Ausgaben um einen Prozentpunkt im Durchschnitt eine Zunahme der impliziten Staatsschuld um 58 Prozentpunkte zur Folge hat, während eine Verschlechterung des Primärsaldos um einen Prozentpunkt sogar eine Zunahme um 110 Prozentpunkte zur Folge hat. Dieser Unterschied ist darauf zurückzuführen, dass eine schlechte fiskalische Ausgangslage sofort spürbar ist, während die demografischen Belastungen erst nach und nach zum Vorschein kommen.

## 5 Fazit

Anfang 2012 feiert der Euro seinen zehnten Geburtstag. Zumindest gemessen an der geldpolitischen Stabilität in der Eurozone kann die Gemeinschaftswährung bisher weitgehend als eine Erfolgsgeschichte erachtet werden. Gleichzeitig konnte das haushaltspolitische Regelwerk des Maastricht-Vertrages die Ansprüche an die finanzpolitische Stabilität im Euroraum nicht erfüllen. Dabei haben sich die Kritikpunkte am haushaltspolitischen Regelwerk von Maastricht nicht erst in der jüngsten Vergangenheit bestätigt. Mit der griechischen Schuldenmisere hat diese Kritik allerdings eine neue Qualität erfahren. Denn mit der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedsstaates, den Interventionen der Europäischen Zentralbank auf den Finanzmärkten sowie den Bail-Out-Operationen der Eurostaatengemeinschaft haben sich letztlich genau die Gefahren für die Stabilität der Eurozone bewahrheitet, zu deren Verhinderung das Regelwerk von Maastricht ursprünglich angetreten war. Zwar scheinen die Entwicklungen vor und während der Schuldenkrise auch die Skepsis des Delors-Reports und der Europäischen Kommission zu bestätigen, wonach die Finanzmärkte ihre Rolle bei der Disziplinierung der nationalen Haushaltspolitiken nicht ausfüllen können. Doch genau zur Korrektur dieses Marktversagens waren die Regelwerke gedacht. An die Stelle dieses Marktversagens ist somit bestenfalls ein Staatsversagen getreten. Im schlechtesten Fall wurden die Marktsignale allerdings durch regulatorische Fehlgriffe verzerrt und die Sorglosigkeit der Banken und Anleger damit womöglich sogar erst recht befeuert.

Doch welche Lehren können aus den hier vorgestellten Ergebnissen für die Zukunft des Stabilitäts- und Wachstumspakts gezogen werden? Festzuhalten bleibt, dass die Mehrzahl der Eurostaaten unter dem Regelwerk von Maastricht (große) Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Haushalte erzielen konnte. Und obwohl Verstöße bisher nie geahndet und Sanktionen teilweise blockiert wurden, haben die Maastrichtkriterien dem politischen Handeln zumindest in der Praxis Beschränkungen auferlegt. Allerdings greift der einheitliche Bewertungsmaßstab von Maastricht insofern zu kurz, als die Einhaltung der Defizitobergrenze weder die Stabilität der Schuldenquoten geschweige denn deren Rückführung an den Referenzwert von 60 Prozent des BIP gewährleisten kann. Zu fordern ist daher, dass die bisherige Praxis, welche die Einhaltung der Haushaltsdisziplin zumindest nach außen hin primär am Defizit bemessen hat, sich zukünftig primär an der Einhaltung der Verschuldungsobergrenze und der Rückführung einer übermäßigen Verschuldung orientieren sollte. Statt allein auf die Einhaltung der Defizitobergrenze zu pochen, muss gewährleistet werden, dass jeder Staat im

Durchschnitt der Jahre eine Haushaltspolitik verfolgt, welche unter Berücksichtigung seiner Wachstumsrate und eines Sicherheitspuffers zu einer angemessenen Rückführung an oder unter die Schuldenquote von 60 Prozent führt. Insbesondere im Falle hochverschuldeter Staaten sollte die Auslegung des Defizitkriteriums verschärft werden, damit die Schuldenquote zeitnah zurückgeführt werden kann. In letzter Konsequenz sollte die Defizitobergrenze jedoch durch die Forderung nach einem im Durchschnitt ausgeglichenen Haushalt ersetzt werden. Gleichzeitig sollte das Regelwerk von Maastricht – wie im Falle der deutschen Schuldenbremse – mit einem Gedächtnis ausgestattet werden, welches im Sinne eines Strafkontos sicherstellt, dass vergangene Defizitverstöße mittelfristig wieder ausgeglichen werden.

Welche Schlussfolgerungen ergeben sich nun aus den hier vorgestellten Ergebnissen im Hinblick auf die Vermeidung von Schuldenkrisen und die Beurteilung der Schuldenstabilität? Hier ist zunächst die Verlässlichkeit der Finanzstatistiken zu nennen. Für eine Beurteilung der Schuldenstabilität eines Staates ist es unerlässlich, dass die Finanzstatistiken den wirklichen Stand der öffentlichen Finanzen widerspiegeln. Hier sind die Europäische Kommission und Eurostat gefordert, die Mitgliedsstaaten zu überwachen und die übermittelten Daten zu kontrollieren.<sup>34</sup> Zweitens müssen zur Stärkung der Rolle der Finanzmärkte die bestehenden regulatorischen Verzerrungen der Marktsignale beseitigt werden. Beispielsweise müssen als Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften hinterlegte Staatspapiere risikoadäquat bewertet werden. Gleichmaßen müssen die Eigenkapitalvorschriften für Banken so angepasst werden, dass diese die unterschiedlichen Risiken von Staatspapieren widerspiegeln, wie es der Kronberger Kreis (2011) vorschlägt. Schließlich haben die Ergebnisse gezeigt, dass den EURO12-Staaten trotz der Lasten zur Bewältigung der Wirtschafts-, Finanz- und Schuldenkrisen die wahre Herausforderung erst noch bevorsteht. Neben Griechenland sollte insbesondere Luxemburg seine aktuelle Sozialpolitik überdenken und zeitnah eine nachhaltige Reform seines Rentensystems einleiten. Aber auch in den anderen Staaten besteht zur Entwarnung kein Anlass. Denn obwohl viele Staaten auf die demografische Herausforderung bereits mit Reformen ihrer Alterssicherungssysteme reagiert haben, wurden die Konsequenzen der demografischen Alterung für die Gesundheits- und Pflegepolitik bisher weitgehend vernachlässigt.

<sup>34</sup> In diesem Zusammenhang sei der Leser auf die Arbeit von Rauch et al. (2011) verwiesen. Diese Autoren untersuchen auf Basis des Benford'schen Gesetzes die Qualität staatlicher Finanzstatistiken in der EU, wobei das Benford'sche Gesetz die „natürliche“ Verteilung der Ziffern 0 bis 9 beschreibt. Je stärker die Verteilung der Ziffern 0 bis 9 in einem Datensatz von der Benford'schen Verteilung abweicht, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese Daten nicht „natürlich“ zustande gekommen sind, sondern manipuliert wurden. Für die Eurostaaten finden die Autoren die größte Wahrscheinlichkeit einer Datenmanipulation für Griechenland sowie für Belgien.

## Literaturverzeichnis

- Auerbach, A., J. Gokhale und L. Kotlikoff (1994), Generational Accounts: a meaningful way to evaluate fiscal policy, *Journal of Economic Perspectives*, 8, 73–94.
- Auerbach, A., J. Gokhale, und L. Kotlikoff (1992), Generational Accounting: A New Approach to Understand the Effects of Fiscal Policy on Saving, *Scandinavian Journal of Economics*, 94, 303–318.
- Auerbach, A., J. Gokhale und L. Kotlikoff (1991), Generational Accounts: a meaningful alternative to deficit accounting, *Tax policy and the economy*, 5, 55–110.
- Bencek, D. und H. Klodt (2011), Fünf Prozent sind (zu) viel, *Wirtschaftsdienst*, 91, 595–600.
- Benz, U. und S. Fetzter (2006), Indicators for Measuring Fiscal Sustainability, A Comparison of the OECD Method and Generational Accounting, *Finanzarchiv*, 62, 367–391.
- Blanchard, O. (1990), Suggestions for a new set of fiscal indicators, *OECD Economics Department Working Papers*, 79, Paris.
- Blanchard, O., J.-C. Chouraqui, R. Hagemann und N. Sartor (1990), The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, *OECD Economic Studies*, 15, 7–36.
- Bohn, H. (1998), The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits, *Quarterly Journal of Economics*, 113, 949–963.
- Buiter, W. (2006), The ‘Sense and Nonsense of Maastricht’ Revisited. What Have we Learnt about Stabilization in EMU?, *Journal of Common Market Studies*, 44, 687–710.
- Buiter, W. und A. Sibert (2005), How the Eurosystem’s Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and what to do about it), *CEPR Discussion Papers*, 5387.
- Buiter, W., G. Corsetti und N. Roubini (1993), Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht, *Economic Policy*, 8, 57–90.
- Chouraqui, J.-C., R. Hagemann und N. Sartor (1990), Indicators of Fiscal Policy: A Re-Examination, *OECD Economics Department Working Papers*, 78, Paris.
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Brüssel.
- Cottarelli, C., L. Forni, J. Gottschalk und P. Mauro (2010), Default in Today’s Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely, *IMF Staff Position Note*, 10/12, Washington.
- Deutsche Bundesbank (2010), Zur Verschuldung und Zinsbelastung des Staates in Deutschland, *Monatsbericht der Deutschen Bundesbank*, April 2010, Frankfurt.
- Europäische Kommission (2011), The 2012 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies, *European Economy*, 4/2011, Brüssel.
- Europäische Kommission (2009a), 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008–2060), *European Economy*, 2/2009, Brüssel.
- Europäische Kommission (2009b), 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008–2060) – Statistical Annex, *European Economy*, 2/2009, Brüssel.
- Europäische Kommission (2009c), Sustainability Report 2009, *European Economy*, 9/2009, Brüssel.
- Europäische Kommission (1990), One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, 44, Brüssel.
- EZB – Europäische Zentralbank (2008), Zehn Jahre Stabilitäts- und Wachstumspakt, *Monatsbericht der Europäischen Zentralbank*, Oktober 2008, Frankfurt.
- Eurostat (2011), *Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU27 for the period 2007–2010, as reported in the October 2011 EDP notification*, Brüssel.
- Gramlich, E. (1990), Fiscal Indicators, *OECD Economics Department Working Papers*, 80, Paris.
- Ioannou, D. und L. Stracca (2011), Have euro area and EU economic governance worked? Just the facts, *European Central Bank Working Paper Series*, 1344.
- Kronberger Kreis (2011), Systemstabilität für die Finanzmärkte, *Stiftung Marktwirtschaft*, 53, Berlin.
- Mendoza, E. und J. Ostry (2008), International evidence on fiscal solvency, *Journal of Monetary Economics*, 55, 1081–1093.
- Monetary Committee of the European Community (1991), *Report by the Alternates on the Excessive-Deficit Procedure*, Brüssel.
- Moog, S. und C. Müller (2011), Zur Erhöhung der Regelaltersgrenze in Deutschland – eine internationale Perspektive, *Vierteljahresshefte für Wirtschaftsforschung*, 80, 33–51.
- Moog, S. und B. Raffelhüschen (2011), Ehrbarer Staat? Eine Zwischenbilanz schwarz-gelber Regierungspolitik, *Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften*, 9, 244–261.
- Ostry, J., A. Gosh, J. Kim und M. Qureshi (2010), Fiscal Space, *IMF Staff Position Note*, 10/11, Washington.
- Peck, S. (2010), *Investment Ethics*, Wiley, Hoboken.
- Rauch, B., M. Göttsche, G. Brähler und S. Engel (2011), Fact and Fiction in EU-Governmental Economic Data, *German Economic Review*, 12, 243–255.
- Reinhart, C. und K. Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt, *American Economic Review*, 100, 573–78.
- Sargent, T. und N. Wallace (1981), Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5.
- Stiftung Marktwirtschaft (2011), Ehrbarer Staat – Was hat Schwarz-Gelb bisher bewirkt? Eine Bewertung auf Basis der Generationenbilanz, *Argumente zu Marktwirtschaft und Politik*, 113, Berlin.
- Stiftung Marktwirtschaft (2010), Ehrbare Staaten? Die deutsche Generationenbilanz im internationalen Vergleich: Wie gut ist Deutschland auf die demografische Herausforderung vorbereitet?, *Argumente zu Marktwirtschaft und Politik*, 110, Berlin.
- Stiftung Marktwirtschaft (2009), Ehrbare Staaten? Die deutsche Generationenbilanz im internationalen Vergleich, *Argumente zu Marktwirtschaft und Politik*, 107, Berlin.
- Tanzi, V. und N. Chalk (2000), Impact of large public debt on growth in the EU: A discussion of potential channels, *European Economy Reports and Studies*, 2/2000, 23–43.
- Whitehouse, E., A. D’Addio, R. Chomik und A. Reilly (2009), Two Decades of Pension Reform: What has been Achieved and What Remains to be Done, *The Geneva Papers*, 34, 515–535.

## Executive Summary

Die europäische Staatsschuldenkrise hat bestätigt, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht ausreichend ist, um in allen Mitgliedsstaaten dauerhaft solide Staatshaushalte zu garantieren. Dies gilt umso mehr, als das eigentliche Schuldenproblem angesichts der unaufhaltsam fortschreitenden demografischen Entwicklung in der Zukunft erst noch bevorsteht. Daher muss der Stabilitäts- und Wachstumspakt tatsächlich mittelfristig dahingehend reformiert werden, dass die Eurostaaten die Forderung nach „eine[r] auf Dauer tragbare[n] Finanzlage der öffentlichen Hand“ erfüllen.

Unabhängig von den haushaltspolitischen Vorgaben aus Brüssel hätten ehrbare Staaten, die statt kurzfristiger Wahlinteressen das langfristige Wohl ihrer Bürger im Blick haben, das Staatsschuldenproblem nicht auf die lange Bank geschoben. Auch hätten ehrbare Staaten bereits heute umsetzbare Reformstrategien entwickelt, damit aus den heute noch impliziten Lasten der Bevölkerungsalterung nicht die expliziten Schulden von morgen werden.

Die vorliegende Studie der Stiftung Marktwirtschaft und des Forschungszentrums Generationenverträge der Universität Freiburg wirft einen ungeschminkten Blick auf die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in den zwölf Gründungsstaaten der Eurozone (EURO12-Staaten).

### **Die Maastrichtkriterien können stabile Staatsfinanzen nicht sicherstellen**

Gemäß den Maastrichtkriterien bemisst sich eine auf Dauer nachhaltige Haushaltssituation an einem jährlichen Defizit unterhalb von 3 Prozent des BIP (Defizitkriterium) sowie einem Schuldenstand nahe 60 Prozent des BIP (Schuldenkriterium).

Erfahrungen verwundert es nicht, dass die Politik der Einhaltung der Maastrichtkriterien wenig Bedeutung beigemessen hat.

### **Das griechische Ponzi-Spiel**

Mit Haushaltsdefiziten von deutlich über 3 Prozent des BIP hatte Griechenland seinen fiskalischen Handlungsspielraum bereits in der Vergangenheit ausgereizt. Dennoch wurde die Lage der griechischen Staatsfinanzen als stabil beurteilt. Dieser scheinbare Widerspruch löst sich auf, wenn man berücksichtigt, dass das griechische Wirtschaftswachstum in der Vergangenheit stets oberhalb des Zinssatzes lag, den Griechenland für seine Schulden zu bezahlen hatte. Griechenland befand sich damit in der scheinbar komfortablen Situation, dass sich seine Zinszahlungen quasi von selbst erwirtschafteten und gleichzeitig noch ein Spielraum bestand, um über seine Verhältnisse zu leben. In diesem Sinne ähnelte die griechische Finanzpolitik einem Ponzi-Spiel oder Schneeballsystem. Dass dies auf Dauer nicht gut gehen kann, hätte man sich allerdings ausrechnen können.

### **Italien? Spanien? Portugal? Das nächste Griechenland liegt in Luxemburg**

Gemessen an der tatsächlichen Staatsverschuldung sind die heutigen Schulden der Eurostaaten nicht mehr als die Spitze des Eisbergs. Die tatsächliche Staatsverschuldung berücksichtigt sämtliche staatliche Teilsysteme inklusive der Sozialversicherungen. Neben den wirtschaftlichen und fiskalpolitischen Rahmenbedingungen geht vor allem auch die demografische Entwicklung in die Betrachtung ein. Der Vergleich der tatsächlichen Schuldenlasten der EURO12-Staaten offenbart dabei nicht nur große Unterschiede, sondern überrascht mit einem

### **Das Nachhaltigkeitsranking – die tatsächliche Schuldenlast der EURO12-Staaten im Vergleich (Basisjahr 2010)**

		Explizite Staatsschuld	Implizite Staatsschuld	Nachhaltigkeitslücke	Konsolidierungsbedarf
1	Italien	118,4	27,6	146,0	2,4
2	Deutschland	83,2	109,4	192,6	4,0
3	Finnland	48,3	146,9	195,2	2,7
4	Österreich	71,8	225,9	297,7	4,8
5	Frankreich	82,3	255,2	337,5	4,3
6	Portugal	93,3	265,5	358,8	6,5
7	Belgien	96,2	329,8	426,0	5,3
8	Niederlande	62,9	431,8	494,6	8,1
9	Spanien	61,0	487,5	548,5	7,0
10	Griechenland	144,9	872,0	1.016,9	17,6
11	Luxemburg	19,1	1.096,5	1.115,6	12,0
12	Irland	92,5	1.404,7	1.497,2	10,4

Quellen: Europäische Kommission (2009a, 2009b, 2011), AMECO Database, Eurostat, eigene Berechnungen.

Wie das Beispiel Deutschland zeigt, können diese Kriterien die Stabilität der Staatsfinanzen jedoch nicht gewährleisten. So ist die deutsche Schuldenquote bereits vor Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise stetig gestiegen, obwohl Deutschland das Defizitkriterium im Durchschnitt über mehrere Jahre erfüllt hat. Hingegen konnte Italien seine Schuldenquote senken, obwohl es nicht nur gegen das Schuldenkriterium, sondern im Durchschnitt auch gegen das Defizitkriterium verstoßen hat. Angesichts dieser unterschiedlichen

Spitzenplatz für Italien, während sich das Euro-Musterland Luxemburg auf einem abgeschlagenen vorletzten Platz wiederfindet (siehe Abbildung). Zwar sieht sich Italien aktuell einem Liquiditätsengpass gegenüber. Entgegen der aktuellen Wahrnehmung stellt sich die langfristige Haushaltslage in Italien aber weit weniger dramatisch dar. Hingegen hat es Luxemburg wie beispielsweise auch Griechenland bisher versäumt, sein großzügiges Rentensystem auf die demografische Entwicklung vorzubereiten.