

Smeets, Heinz-Dieter

**Working Paper**

## Staatliche Schuldenkrisen: Das Beispiel Griechenland

ROME Discussion Paper Series, No. 10-08

**Provided in Cooperation with:**

Research Network "Research on Money in the Economy" (ROME)

*Suggested Citation:* Smeets, Heinz-Dieter (2010) : Staatliche Schuldenkrisen: Das Beispiel Griechenland, ROME Discussion Paper Series, No. 10-08, Research On Money in the Economy (ROME), s.l.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/88220>

**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.*

# R O M E

Research On Money in the Economy

No. 10-08 – May 2010

## Staatliche Schuldenkrisen – Das Beispiel Griechenland

Heinz-Dieter Smeets

ROME Discussion Paper Series

"Research on Money in the Economy" (ROME) is a private non-profit-oriented research network of and for economists, who generally are interested in monetary economics and especially are interested in the interdependences between the financial sector and the real economy. Further information is available on [www.rome-net.org](http://www.rome-net.org).

ISSN 1865-7052

# Research On Money in the Economy

Discussion Paper Series  
ISSN 1865-7052

No 2010-08, May 2010

## Staatliche Schuldenkrise - Das Beispiel Griechenland

*Heinz-Dieter Smeets*

*Prof. Dr. Heinz-Dieter Smeets*  
Heinrich-Heine-University of Düsseldorf  
Department of Business and Economics  
Universitaetsstr. 1, Build. 23.31  
D-40225 Duesseldorf  
e-mail: [smeetsd@uni-duesseldorf.de](mailto:smeetsd@uni-duesseldorf.de)

NOTE: Working papers in the “Research On Money in the Economy” Discussion Paper Series are preliminary materials circulated to stimulate discussion and critical comment. The analysis and conclusions set forth are those of the author(s) and do not indicate concurrence by other members of the research network ROME. Any reproduction, publication and reprint in the form of a different publication, whether printed or produced electronically, in whole or in part, is permitted only with the explicit written authorisation of the author(s). References in publications to ROME Discussion Papers (other than an acknowledgment that the writer has had access to unpublished material) should be cleared with the author(s) to protect the tentative character of these papers. As a general rule, ROME Discussion Papers are not translated and are usually only available in the original language used by the contributor(s).

ROME Discussion Papers are published in PDF format at [www.rome-net.org/publications/](http://www.rome-net.org/publications/).

Please direct any enquiries to the current ROME coordinator  
Prof. Dr. Albrecht F. Michler,  
Heinrich-Heine-University of Duesseldorf, Department of Economics, Universitaetsstr. 1,  
Build. 23.32.01.63, D-40225 Duesseldorf, Germany  
Tel.: ++49(0)-211-81-15372  
Fax: ++49(0)-211-81-10434  
E-mail: [helpdesk@rome-net.org](mailto:helpdesk@rome-net.org)  
[michler@uni-duesseldorf.de](mailto:michler@uni-duesseldorf.de)

## **Abstract**

This paper analyzes the Greek debt crisis. It is shown how the rescue package of 110 bn euro is shared among the IMF and the Euroarea-members in order to overcome the short-run problems. For the longer-run solution of the crisis several exit scenarios are presented and discussed: Under what conditions is the bail-out successful? Should Greece abandon the euro? Is a debt restructuring or default inevitable? In the end, the burden of adjustment has to be shared. Bondholders will lose some of their money by a haircut. Greek taxpayers will be paying higher taxes, retiring later, and taking cuts in public spending as do Euro-area taxpayers.

**JEL-Classification: H60, H62, H63, H68, E58**

**Keywords:** Greek debt crisis, bail out, exit scenarios, debt restructuring

## 1. Einleitung

Immer neue und höhere Zahlen bezüglich der staatlichen Verschuldung Griechenlands haben in den zurückliegenden Monaten wachsende Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des griechischen Staates aufkommen lassen. Dies führte auf der einen Seite dazu, dass eine marktmäßige Finanzierung bei privaten Investoren zunehmend schwerer fiel und zudem mit steigenden Risikoprämien verbunden war. Den bisherigen Höhepunkt erreichte die Risikoprämie, gemessen an der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber der Rendite entsprechender deutscher Staatsanleihen am 22. April 2010 mit 5,64 Prozentpunkten, nachdem Eurostat bekannt gegeben hatte, dass die griechische Neuverschuldungsquote für 2009 erneut – nun von 12,7 auf 13,6 Prozent – revidiert werden muss. Diese Entwicklung spiegelt auch Abbildung 1 wider, in der darüber hinaus weitere Risikoprämien für Portugal, Irland, Italien und Spanien zusammengefasst sind (Quelle der Ursprungszahlen: EcoWin, Reuters). Der griechische Staat müsste demnach eine Rendite für zehnjährige Anleihen in Höhe von etwa 8,5 Prozent bieten. Dies hätte aber wiederum zur Folge, dass die künftigen Zinszahlungen erheblich anwachsen und die Verschuldungssituation zunehmend kritischer würden. Allein die bisher im Jahre 2010 neu aufgenommenen Kredite werden dazu führen, dass über deren gesamte Laufzeit zusätzliche Zinszahlungen in Höhe von 13 Mrd. Euro begründet werden.

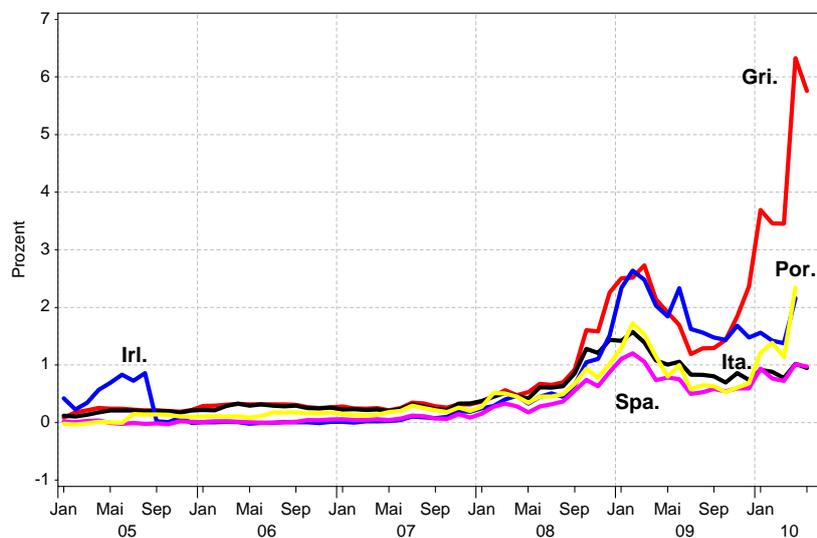


Abbildung 1: Risikoprämien in Europa

Die steigenden Zinszahlungen sind aber ökonomisch gerechtfertigt und durchaus als Disziplinierungsinstrument erwünscht. Es sind auch nicht die immer wieder beschuldigten Spekulanten, die für diese Entwicklung verantwortlich sind, sondern die griechische Regierung selbst, die aufgrund ihrer Politik begründete Zweifel an einer nachhaltigen Zahlungsfähigkeit auslöst. Um einer Illiquidität aufgrund mangelnder privater Finanzierungsbereitschaft bzw. einer Verschuldungsexplosion aufgrund immer höherer Risikoprämien zu entgehen, hat die griechische Regierung am 23. April 2010 die übrigen Mitgliedsländer der Währungsunion sowie den Internationalen Währungsfonds (IWF) offiziell um Hilfe gebeten, die von beiden auch prinzipiell zugesagt wurde.

Vor diesem Hintergrund soll der vorliegende Beitrag zunächst das grundsätzliche Zusammenspiel von Neuverschuldung und Schuldenstand mit Hilfe der staatlichen Budgetrestriktion erläutern, um im weiteren Verlauf auf die Einflussfaktoren der Schuldenstandsquote einzugehen. Daran anschließend werden Maßnahmen zur kurzfristigen Überwindung einer möglichen Illiquidität des griechischen Staates diskutiert. Diese Hilfsmaßnahmen machen allerdings nur dann Sinn, wenn parallel dazu der griechische Staatshaushalt grundlegend saniert wird. Welche Voraussetzungen dafür vorliegen müssen und wie groß deren Eintrittswahrscheinlichkeit ist, soll dann in einem nächsten Schritt mit Hilfe von Projektionen untersucht werden. Abschließend soll auf längerfristige Anpassungen der Rahmendaten eingegangen werden, die ähnliche Krisen (auf andere Art) zu lösen oder ganz zu vermeiden helfen. Hierzu gehören die Errichtung eines Europäischen Währungsfonds (EWF) und die zukünftige Bedeutung des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

## 2. Staatliche Budgetrestriktion

Die linke Seite der in Gleichung (1) dargestellten staatlichen Budgetrestriktion<sup>1</sup> zeigt zunächst das Budgetdefizit oder den Budgetüberschuss. Die gesamten Staatsausgaben ergeben sich dabei aus den (Primär-) Ausgaben im engeren Sinne ( $G^P$ ) und den Zinszahlungen ( $z \cdot B$ ), die wiederum abhängen vom (durchschnittlichen) Zinssatz ( $z$ ), zu dem sich der Staat in der Vergangenheit verschuldet hat, und dem Schuldenstand ( $B$ ). Dem stehen die gesamten Einnahmen des Staates ( $T$ ) gegenüber. Ergibt sich daraus ein positiver Saldo, d.h. ein Budget**defizit**, dann gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten zu dessen Finanzierung: Der Staat kann sich weiter (neu) am Kreditmarkt verschulden, indem er zusätzliche Staatsschuldbriefe ausgibt ( $\hat{B} = dB/dt$ ), oder er kann Kredite unmittelbar und auf eigene Initiative bei der Notenbank aufnehmen ( $\hat{M} = dM/dt$ ), wodurch die Geldmenge ausgeweitet und längerfristig Inflation erzeugt wird. Diese Möglichkeit ist jedoch in der Europäischen Währungsunion ausgeschlossen, weil gerade in Deutschland über diesen Kanal nach dem Ersten und Zweiten Weltkrieg Hyperinflationen ausgelöst wurden.

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

Haushalts-Defizit/Überschuss

Werden – ausgehend von Gleichung 1 – Veränderungen im Zeitablauf durch ein  $\hat{\phantom{x}}$  gekennzeichnet und betrachtet man ferner vor dem Hintergrund des

<sup>1</sup> Vgl. zur staatlichen Budgetrestriktion und den daraus folgenden Ableitungen dieses Abschnitts etwa De Grauwe (2005), S. 222 ff.

Stabilitäts- und Wachstumspaktes nicht die absoluten Werte von Schuldenstand sowie Neuverschuldung, sondern deren Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (Y) und bezeichnet diese Relationen mit dem entsprechenden kleinen Buchstaben, dann lässt sich zum Beispiel die Schuldenstandsquote als  $b = B/Y$  definieren. (2) fasst diese Beziehungen zusammen:

$$(2) \quad G^P / Y = g^P \quad T / Y = t \quad B / Y = b \quad M / Y = m \quad x = \hat{Y} / Y$$

Vor diesem Hintergrund lässt sich die in Gleichung (3) aufgeführte dynamische Version der staatlichen Budgetrestriktion ableiten:

$$(3) \quad \hat{b} = \underbrace{(g^P - t)}_{\text{Primärbudgetquote}} + (z - x) \cdot b - \hat{m}$$

Sie zeigt das Zusammenspiel zwischen Neuverschuldungs- ( $\hat{b}$ ) und Schuldenstandsquote (b). Der Ausdruck  $(g^P - t)$  entspricht dabei der Primärbudgetquote. Gleichung 4 erläutert in einem nächsten Schritt die Implikationen einer Neuverschuldungsquote von Null, die zu einer Stabilisierung der Schuldenstandsquote führen würde.

$$(4) \quad \hat{b} = 0 \rightarrow (t - g^P) = (z - x) \cdot b - \hat{m}$$

Immer dann, wenn der (durchschnittliche) nominale Zinssatz (z), zu dem sich der Staat verschuldet hat, das nominale Wirtschaftswachstum (x) übersteigt, erfordert die Stabilisierung der Schuldenstandsquote entweder einen

entsprechenden Überschuss der Primärbudgetquote ( $t > g^P$ ) oder eine Geldschöpfung ( $\hat{m}$ ) – mit der anschließenden Konsequenz steigender Inflation. Handelt es sich hingegen bei der betrachteten Notenbank – wie im Falle der Europäischen Zentralbank (EZB) – um eine unabhängige Notenbank, dann fällt  $\hat{m}$  aus Gleichungen (3) und (4) heraus. Ein Land mit (erheblicher) Schuldenstandsquote, ausgelöst durch Finanzierungsdefizite in der Vergangenheit, muss folglich bei  $[(z - x) > 0]$  eine entsprechend hohe Primärüberschussquote gewährleisten, damit die Schuldenstandsquote nicht automatisch immer weiter zunimmt. Eine Reduktion der Schuldenstandsquote erfordert demgemäß, dass  $(g^P - t)$  den Ausdruck  $[(z - x) b]$  (deutlich) übersteigt.

Das Beispiel Griechenland veranschaulicht aber auch, dass nicht nur der **Nettoneuverschuldungsquote** große Bedeutung in diesen Zusammenhang zukommt, sondern insbesondere auch der (absoluten) Bruttoneuverschuldung. Sie ist ausschlaggebend für die Liquiditätslage eines Staates. Dabei ist zwischen Insolvenz und Illiquidität zu unterscheiden. Insolvenz eines Staates liegt dann vor, wenn das Nettovermögen des Staates (NVG), das sich aus dem Vermögensbestand des Staates (VG) und dem – auf den heutigen Zeitpunkt abdiskontierten – Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ( $T - G$ ) abzüglich des Schuldenstandes ( $B$ ) ergibt, negativ ist. Gleichung (5) fasst diesen Tatbestand zusammen.

$$(5) \quad NVG_0 = VG_0 + \sum_{t=0}^n \left[ (T_t - G_t) / (1+r)^t \right] - B_0$$

Insbesondere der Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ist jedoch höchst spekulativ, da er Prognosen über einen unbestimmten Zeitraum erfordert. Daher werden schwerlich Aussagen über die Solvenz bzw. Insolvenz eines Staates zu treffen sein.

Im Gegensatz dazu ist bei Illiquidität das Nettovermögen positiv. In diesem Falle tritt jedoch ein Liquiditätsengpass auf, etwa dadurch, dass die Verbindlichkeiten schneller fällig werden als die Forderungen. Lässt sich dieser Liquiditätsengpass nicht durch (weitere) Kredite überbrücken, ist der Staat illiquide. Dieser Liquiditätsbedarf entspricht der Bruttoneuverschuldung ( $\hat{B}^{Brutto}$ ), die in Gleichung (6) weiter erläutert wird. Sie macht deutlich, dass nun als weiterer Einflussfaktor die Tilgungsbeträge (Til) hinzukommen. Die entsprechenden Zahlenangaben für Griechenland für das Jahr 2010 (MoF, 2010a) sind unter Gleichung (6) angegeben.

$$(6) \quad \underbrace{(G^P - T)}_{\text{Primärdefizit}} + \underbrace{z \cdot B}_{\text{Zinsen}} + \underbrace{Til}_{\text{Tilgung}} = \hat{B}^{Brutto}$$

$$10 \text{ Mrd.} \quad + \quad 13 \text{ Mrd.} \quad + \quad 30 \text{ Mrd.} \quad = \quad 53 \text{ Mrd. €}$$

Zu einem Primärdefizit in Höhe von 10 Mrd. Euro und Zinszahlungen von 13 Mrd. Euro kommen noch rund 30 Mrd. Euro an Tilgungszahlungen hinzu. Da keine Primärüberschüsse zur Verfügung stehen, gilt es, den Gesamtbetrag von etwa 53 Mrd. Euro durch neue Kredite (am Markt) zu finanzieren. Gelingt dies nicht, ist der griechische Staat illiquide und kann seinen Schuldendienst nicht mehr (zu 100 Prozent) leisten. Den Zusammenhang zwischen der zu Beginn erläuterten Netto- und der hier relevanten Bruttoneuverschuldung erläutert abschließend Gleichung (7).

$$(7) \quad \underbrace{(G^P - T)}_{\text{Primärdefizit}} + \underbrace{z \cdot B}_{\text{Zinsen}} = \underbrace{\hat{B}^{Brutto} - Til}_{\hat{B}^{Netto}}$$

Die beiden folgenden Übersichten machen deutlich, dass die Tilgungsbeträge (Quelle der Ursprungszahlen: MoF, 2010b) sowohl in der aktuellen Situation (April/Mai 2010) als auch in den kommenden Jahren weiterhin ein gravierendes Finanzierungsproblem darstellen werden.

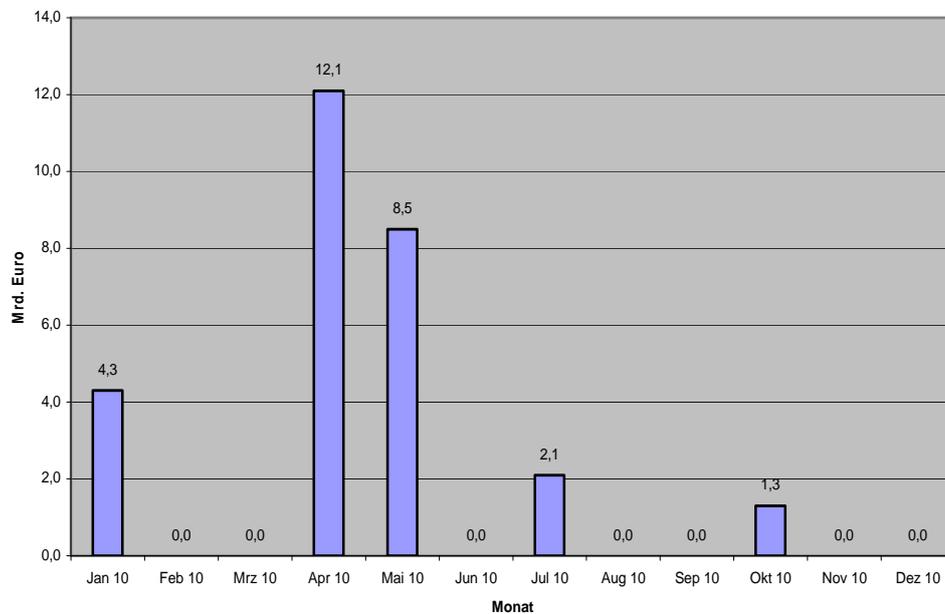


Abbildung 2: Tilgungsbeträge 2010

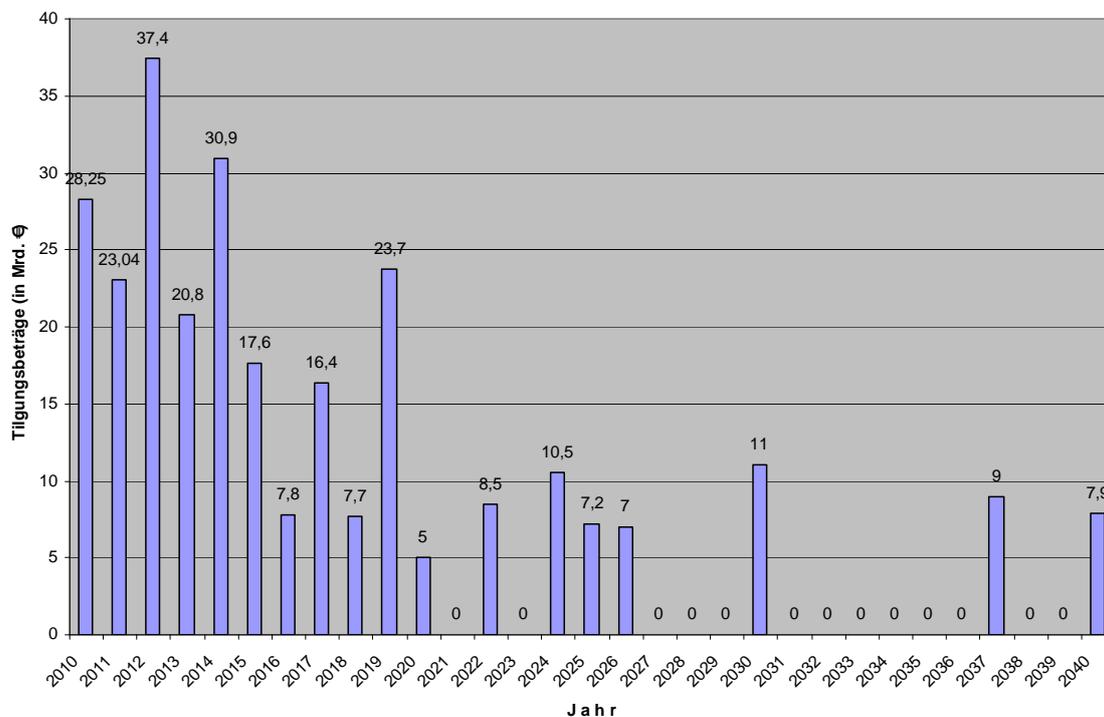


Abbildung 3: Tilgungsbeträge und –zeitpunkte bis 2040

Die aktuelle Situation in Griechenland ist durch die zuvor beschriebene Bruttoneuverschuldung in Höhe von rund 53 Mrd. Euro gekennzeichnet. Bei einem schwindenden Vertrauen in die Liquidität des griechischen Staates sind die Finanzmärkte – wenn überhaupt – nur noch zu vergleichsweise hohen Risikoaufschlägen bereit, diesen Finanzierungsbetrag bereitzustellen. Dabei wirken die Risikoaufschläge selbst wiederum negativ auf die Verschuldungssituation Griechenlands, da hiermit steigende Zinszahlungen in der Zukunft verbunden sind. Lässt sich der Finanzierungsbetrag hingegen nicht mehr über die Finanzmärkte aufbringen, ist der griechische Staat illiquide. Um eine damit verbundene „Staats-Pleite“ zu vermeiden, wurden verschiedene Lösungsmöglichkeiten vorgeschlagen, die im Folgenden analysiert werden sollen.

### **3. Kurz- und mittelfristige „internationale“ Hilfe**

Eine Möglichkeit, die aktuelle Liquiditätskrise zu überwinden, wären Kredite des Internationalen Währungsfonds (IWF). Diese Kredite stehen allerdings nur in begrenztem Umfang zur Verfügung, der sich an der griechischen Quote im IWF (IMF, 2010a) bemisst. Die Quote beläuft sich gegenwärtig auf 823 Mio. Sonderziehungsrechte (SZR), was einem Gegenwert von 927 Mio. Euro entspricht (IMF, 2010b). Die Richtlinien des IWF sehen vor, dass jährlich 200 Prozent der Quote ausgeliehen werden können bis zu einem Höchstbetrag von insgesamt 600 Prozent der Quote (IMF, 2009a und 2009b). In Ausnahmefällen kann diese Grenze allerdings auch überschritten werden. Bisher wurde im Höchstfall das Zwölfwache dieser Quote als Kredit bereitgestellt, was im Falle Griechenlands einem Betrag von ungefähr 11 Mrd. Euro entspricht. Doch selbst wenn man (deutlich) darüber hinausgehende Kredite – im Falle Griechenlands sind 15 Mrd. Euro im Gespräch – bereitstellt, wird der für dieses Jahr notwendige Finanzierungsbedarf auf diesem Wege nicht gedeckt werden können.

Hinzu kommt, dass der IWF seine Kredite unter strengen Auflagen vergibt, die die Rückzahlung gewährleisten sollen (Driscoll, 1998 und BuBa, 2000). In der Regel wird bereits die (Teil-) Auszahlung an die Erfüllung dieser Auflagen geknüpft. Sie bilden zugleich einen Grund dafür, dass Länder Kredite des IWF nur ungern in Anspruch nehmen. Bundesbankpräsident Weber hat zudem darauf hingewiesen, dass die (Kern-) Aufgabe des IWF nicht darin besteht, Staatsdefizite in heimischer Währung zu finanzieren, sondern darin, Fremdwährungskredite zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten zu vergeben (FAZ, 2010).

Aus den zuvor genannten, aber auch aus Gründen der allgemeinen „Solidarität“, haben sich daher die übrigen Mitgliedsländer der Währungsunion bereit erklärt, Griechenland bilaterale Kredite in Höhe von etwa 30 Mrd. Euro allein für 2010 zur Verfügung zu stellen. Dieser Gesamtbetrag soll von den Mitgliedsländern der Währungsunion nach ihrem Kapitalschlüssel an der Europäischen Zentralbank (EZB, 2009) aufgebracht werden. Da das Gesamtkapital der EZB von den nationalen Zentralbanken aller EU-Mitgliedsstaaten stammt, entfallen 69,79 Prozent der Anteile auf die Mitglieder der Währungsunion und 30,21 Prozent auf die weiteren EU-Mitglieder. Rechnet man die Kapitalanteile der Mitglieder der Währungsunion auf 100 Prozent hoch, so ergibt sich – wie Übersicht 1 zeigt – ein Finanzierungsanteil für die Bundesrepublik Deutschland in Höhe von 8,3 Mrd. Euro. Aber auch Länder wie Portugal, Italien, Irland und Spanien, die selbst von einer Liquiditätskrise bedroht sind, müssen sich noch in erheblichem Umfang an der Finanzierung beteiligen.

Land	Anteil EZB (%)	Korr. Anteil EZB (%)	Betrag (Mrd.)	Betrag (Mrd.)
Deutschland	18,94	27,92	8,38 €	22,34 €
Frankreich	14,22	20,97	6,29 €	16,78 €
Italien	12,5	18,42	5,53 €	14,74 €
Spanien	8,3	12,24	3,67 €	9,79 €
Niederlande	4	5,88	1,76 €	4,70 €
Belgien	2,43	3,58	1,07 €	2,86 €
Österreich	1,94	2,86	0,86 €	2,29 €
Portugal	1,75	2,58	0,77 €	2,06 €
Finnland	1,25	1,85	0,56 €	1,48 €
Irland	1,11	1,64	0,49 €	1,31 €
Slowakei	0,69	1,02	0,31 €	0,82 €
Slowenien	0,33	0,48	0,14 €	0,38 €
Luxemburg	0,18	0,26	0,08 €	0,21 €
Zypern	0,14	0,20	0,06 €	0,16 €
Malta	0,06	0,09	0,03 €	0,07 €
Griechenland	1,97			
Summe	69,81	99,99	30,00 €	80,00 €

### Übersicht 1: Kapitalanteile an der EZB und Finanzierungsanteile

Hinzu kommt, dass der gegenwärtig diskutierte Betrag von 30 Mrd. Euro ausschließlich das Jahr 2010 betrifft. Der Finanzierungsbedarf wird jedoch – insbesondere auch vor dem Hintergrund hoher fälliger Tilgungsbeträge (siehe Abbildung 3) – in den kommenden fünf Jahren nicht signifikant sinken und damit weitere bilaterale Kredite in ähnlicher Höhe erfordern. Bei einem Gesamtfinanzierungsbedarf von 80 Mrd. Euro von Seiten der Euro-Länder – auf den man sich wohl am 2. Mai geeinigt hat – würde sich der deutsche Anteil auf etwa 22 Mrd. Euro belaufen. Sollte die EU die erbetenen Kredite in Höhe von 30 Mrd. Euro (zunächst) nur kurzfristig bis 2013 bereitstellen, ist das nächste Problem bereits in Sichtweite. Dies würde die gesamten Tilgungsbeträge allein für 2013 auf knapp 65 Mrd. Euro ansteigen lassen. Geht man weiterhin von steigenden Zinszahlungen in Höhe von 18 Mrd. Euro aus bei gleichzeitiger Halbierung des Primärdefizits auf 5 Mrd. Euro, so ergibt sich ein Gesamtfinanzierungsbedarf allein für 2013 von etwa 90 Mrd. Euro. Daran ändert sich prinzipiell auch dann nichts, wenn die Kredite erst ab 2014 oder 2015 zurückgezahlt werden müssten.

Bilaterale Kredite zwischen den Mitgliedsländern der Währungsunion widersprechen allerdings der „No-bail-out-Klausel“ des Artikels 125 EU-Vertrag. Dort heißt es im zweiten Satz: „Ein Mitgliedsstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstigen Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedsstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein ...“. Dies schließt aber wohl nicht aus, dass „freiwillige“ Kredite zur Verfügung gestellt werden, insbesondere dann, wenn die offizielle Kreditvergabe in Deutschland über die staatliche KfW-Bank erfolgt und der deutsche Staat „nur“ eine Bürgschaft übernimmt.

Bis in die jüngste Vergangenheit hat sich sogar die Europäische Zentralbank (EZB) indirekt an den Stützungsmaßnahmen für den griechischen Staat beteiligt. Da sie die gelockerten Bonitätskriterien für Sicherheiten im Rahmen ihrer Wertpapierpensionsgeschäfte am 8. April 2010 (EZB 2010) bis zum Ende des Jahres 2010 verlängerte, wurden weiterhin griechische Staatsanleihen mit einem Rating von BBB- akzeptiert und somit ein Anreiz insbesondere für Banken geschaffen, diese Wertpapiere zu kaufen und den griechischen Staat (privat) zu finanzieren. Während sich die Banken mit Hilfe dieser Papiere (im Moment noch) auf eigene Initiative zu einem Zins von 1 Prozent refinanzieren, erbringen die griechischen Wertpapiere – so lange Zahlungen erfolgen – einen deutlich höheren Zins. Nachdem am 27. April die Ratingagentur Standard & Poor's griechische Staatsanleihen auf B+ („Junk“) herabgestuft hat, dürfen allerdings institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionsfonds griechische Staatsanleihen nicht weiter in ihr Portfolio aufnehmen und fallen damit als private Käufer aus.

#### 4. Abbau der Neuverschuldung und des Schuldenstandes

Parallel zu den kurz- und mittelfristigen Hilfen ist der griechische Staat allerdings gefordert, zunächst seine Neuverschuldung und längerfristig auch seinen Schuldenstand zu reduzieren, um auf diese Weise wieder Vertrauen in seine Zahlungsfähigkeit zu generieren.

Bevor die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Schuldenabbau untersucht werden, sollen jedoch einige Überlegungen zum „Ziel“-Niveau der Schuldenstandsquote vorangestellt werden. Der Stabilitätspakt sieht eine maximale Schuldenstandsquote von 60 Prozent vor, die allerdings nicht unabhängig von der Neuverschuldung ist. Diesen Zusammenhang sollen Gleichung (8) sowie die darauf basierende Übersicht 2 veranschaulichen. Gleichung (8) stellt dabei eine modifizierte Version von Gleichung (4) dar, in der zur Vereinfachung die Zinszahlungen nicht separat betrachtet werden –  $g$  spiegelt daher die gesamte Staatsausgabenquote einschließlich der Zinszahlungen wider.

$$(8) \quad \hat{b} = 0 \rightarrow (t - g) = x \cdot b$$

Mit Hilfe dieses Zusammenhangs lässt sich ermitteln, welche Neuverschuldungsquote  $(t - g)$  – bei gegebenem nominalem Wirtschaftswachstum ( $x$ ) – die Schuldenstandsquote längerfristig auf einem bestimmten Niveau ( $b$ ) stabilisiert. Übersicht 2 zeigt vor diesem Hintergrund, dass die Schuldenstandsquote längerfristig dann bei 60 Prozent stabilisiert werden kann, wenn ein nominales Wachstum von 5 Prozent mit einer maximalen Neuverschuldungsquote von 3 Prozent einhergeht. Versucht ein Land wie etwa Griechenland hingegen, seine Schuldenstandsquote etwa bei 120 Prozent zu stabilisieren, so darf – bei einem (angenommenen) Wachstum von drei Prozent – die Defizitquote einen Wert von

3,6 Prozent nicht übersteigen. Stiege das Wirtschaftswachstum (permanent) auf fünf Prozent, so ließe sich die Stabilisierung der Schuldenstandsquote bei 120 Prozent auch mit einer Defizitquote von sechs Prozent erreichen. Eine niedrigere Defizitquote würde im Umkehrschluss c.p. eine niedrigere langfristige Schuldenstandsquote ermöglichen. Das langfristige „Gleichgewichts“-Niveau der Schuldenstandsquote sagt allerdings nichts darüber aus, wie lange der Anpassungsprozess – ausgehend von einem höheren Niveau der Schuldenstandsquote – an dieses „Gleichgewicht“ dauert.

<b>Nominales Wirtschaftswachstum (x) = 5 %</b>						
Schuldenstandsquote	10%	30%	60%	90%	120%	150%
Maximale Defizitquote	0,5%	1,5%	<b>3,0%</b>	4,5%	6,0%	7,5%
<b>Nominales Wirtschaftswachstum (x) = 3 %</b>						
Schuldenstandsquote	10%	30%	60%	90%	120%	150%
Maximale Defizitquote	0,3%	0,9%	1,8%	2,7%	3,6%	4,5%
<b>Nominales Wirtschaftswachstum (x) = 1 %</b>						
Schuldenstandsquote	10%	30%	60%	90%	120%	150%
Maximale Defizitquote	0,1%	0,3%	0,6%	0,9%	1,2%	1,5%

### Übersicht 2: Neuverschuldungs- und Schuldenstandsquote

Ziel des Stabilitätspaktes ist es jedoch, mittelfristig – über einen Konjunkturzyklus – einen ausgeglichenen Haushalt und damit eine Neuverschuldungsquote von null zu erreichen. Dies würde ausreichend Raum lassen, um in Rezessionsphasen aufgrund des Wirkens automatischer Stabilisatoren eine maximale Neuverschuldungsquote von 3 Prozent einzuhalten. Übersicht 2 veranschaulicht vor diesem Hintergrund aber auch, dass das Ziel eines mittelfristig ausgeglichenen Haushalts längerfristig zugleich eine (stabile) Schuldenstandsquote von null impliziert.

Die zuvor angestellten Überlegungen bilden die Grundlage der folgenden Projektionen. Diese erläutern den zeitlichen Anpassungspfad an die zuvor beschriebene langfristige Gleichgewichtssituation, die sich aus den Zielen des Stabilitätspakts ergibt. Ist man hingegen nicht bereit, die Schuldenstandsquote langfristig auf null zu senken, so kann die durchschnittliche Neuverschuldungsquote gemäß Übersicht 2 – abhängig vom Wirtschaftswachstum – größer als der angestrebte Wert von Null ausfallen. Dies hat jedoch zur Konsequenz, dass der Raum für automatische Stabilisatoren zunehmend eingeschränkt oder das Überschreiten der 3-Prozent-Grenze billigend in Kauf genommen wird. Für eine deutliche Senkung der gegenwärtigen und für die Zukunft erwarteten Schuldenstandsquoten sprechen zudem folgende Argumente:

- Mit steigender Staatsverschuldung steigen auch die Zinszahlungen des Staates und der Raum für eine fiskalpolitische Stabilisierungspolitik schwindet zunehmend.
- Ein immer höherer Schuldendienst kann notwendige Anschlussfinanzierungen erschweren und das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit und –willigkeit des Staates untergraben. Dies kann wiederum – wie der Fall Griechenland zeigt – zu steigenden Risikoprämien und damit immer höheren Zinszahlungen führen.
- Die zuvor erläuterten Effekte erhöhen die Gefahr einer staatlichen Illiquidität oder Insolvenz.

	Projektionen der griechischen Regierung			Annahme Verfasser		
	Nom. Wirtschaftsw.		Neuversch.	PUQ-1	PUQ-2	PUQ-3
	Baseline	Alternat.				
2009			- 12,7	- 7,7		
2010	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>- 8,7</b>	<b>- 3,5</b>	- 5,0	- 7,0
2011	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>- 5,6</b>	<b>- 0,2</b>	- 3,0	- 5,0
2012	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>- 2,8</b>	<b>2,6</b>	- 1,0	- 4,0
2013	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>	<b>- 2,0</b>	<b>3,2</b>	0,0	- 3,0
2014	5,0	4,0		3,5	1,0	- 2,0
2015	5,0 / 4,0	3,5		3,5	2,0	- 1,0
Langfr. Durchschn.	5,0 / 4,0	3,0		3,5	2,0	0,0
	W1 W2	W3		P1	P2	P3

Die **fett gedruckten** Zahlen entsprechen der Prognose der Regierung Griechenlands (MoF, 2010)

### Übersicht 3: Prognosen für die griechische Wirtschaft

Vor diesem Hintergrund erläutern die nachfolgenden Projektionen, welche Bedingungen vorliegen müssen, um zu einem Abbau der Schuldenstandsquote zu gelangen, und welche zeitlichen Anpassungspfade damit verbunden sind. Die Betrachtung der Schuldenstandsquote beginnt im Jahr 2010 und ihre Veränderung ist abhängig vom Zusammenspiel der nachfolgend erläuterten Faktoren, die sich aus Gleichung (4) und Übersicht 3 ergeben:

- Hinsichtlich des Wirtschaftswachstums werden – wie Übersicht 3 verdeutlicht – zunächst die Prognosen der griechischen Regierung (MoF, 2010) bis 2013 übernommen. Dort wird zwischen einem Baseline-Szenario unterschieden, bei dem von einer schnellen Erholung der griechischen Wirtschaft ausgegangen wird, und einem Alternativ-Szenario, das ein langsames Wachstum unterstellt. Danach werden – wie Übersicht 3 weiter zeigt – drei unterschiedliche Wachstumspfade (W1 – W3) vom Verfasser angenommen, die sich

hinsichtlich der Höhe des langfristigen Durchschnittswachstums unterscheiden. Sie werden im Folgenden als Baseline-Szenario 1, Baseline-Szenario 2 und Alternativ-Szenario bezeichnet.

- Auch bei der Primärungleichgewichtsquote werden zunächst die Prognosen der griechischen Regierung verwandt und um die Annahme ergänzt, dass der Konsolidierungsprozess langfristig beibehalten wird (P1). Das Szenario P2 geht hingegen von den aktuell revidierten Verschuldungszahlen aus. Auch hier wird ein fortlaufender Konsolidierungsprozess unterstellt, der aber langfristig etwas schwächer ausfällt. Geht man hingegen davon aus, dass die angekündigten Konsolidierungen sich nicht in dem Maße umsetzen lassen und damit geringer ausfallen, so könnte Szenario P3 relevant werden. Szenario 4 geht – als worst case – davon aus, dass die Konsolidierungsanstrengungen des Szenarios 2 ab 2014 eingestellt werden (PUQ-2 ab 2014 = 0 Prozent).
- Der (bisherige) durchschnittliche Zinssatz, zu dem sich der griechische Staat verschuldet hat, liegt bei 4,4 Prozent. Aufgrund der gegenwärtigen Risikoprämien wird dieser Wert allerdings (vorübergehend) ansteigen. Es wird jedoch angenommen, dass der langfristige Durchschnittszins wieder dem gegenwärtigen Wert von 4,4 Prozent entspricht.
- Die Schuldenstandsquote wird in der Ausgangssituation mit 115 Prozent angenommen.

Vor diesem Hintergrund werden zunächst die Szenarien P1 bis P3 jeweils mit den Wachstumsszenarien W1 bis W3 kombiniert und die daraus resultierende Entwicklung der Schuldenstandsquote in den Abbildungen 1 bis 9 im Anhang wiedergegeben. Abbildung 10 zeigt abschließend die Entwicklung der

Schuldenstandsquote bei einer Kombination von Szenario 4 bezüglich der Primärungleichgewichtsquote mit dem Baseline-Wachstumsszenario 2.

Unter diesen Annahmen zeigen die Abbildungen im Anhang, welche Wirkungen die unterschiedlichen Szenarien auf die Veränderung der Schuldenstandsquote ausüben. Dabei lässt sich zum einen ablesen, wie lange es – unter den jeweiligen Rahmenbedingungen – dauert, um die Schuldenstandsquote auf die Obergrenze des Stabilitätspakts von 60 Prozent zu reduzieren. Zum anderen wird deutlich, nach wie vielen Jahren die Staatsverschuldung abgebaut ist bzw. welche Höhe die verbleibende Schuldenstandsquote nach 50 Jahren noch aufweist.

Abbildungen 1 bis 3 im Anhang veranschaulichen, dass bei einer schnellen und nachhaltigen Verbesserung der Primärungleichgewichtssituation (P1) – der Positivprojektion der griechischen Regierung – die Verschuldung in Abhängigkeit vom Wachstumsszenario deutlich abgebaut und die 60-Prozent-Grenze im Jahre 2028, 2032 oder 2041 unterschritten würde. In den beiden ersten Fällen wäre die Verschuldung Griechenlands sogar bis zum Jahr 2044 bzw. 2050 vollständig abgebaut.

Legt man hingegen die realistischere Variante des Schuldenabbaus (P2) zugrunde, dann lässt sich nur noch bei hohem Wirtschaftswachstum die Schuldenstandsquote – allerdings deutlich langsamer als im vorhergehenden Fall – reduzieren. Die 60-Prozent-Grenze würde in den ersten beiden Fällen (Abbildungen 4 und 5) 2041 bzw. 2057 erreicht. Fällt das langfristige Durchschnittswachstum mit 3 Prozent hingegen niedrig aus, lässt sich die Schuldenstandsquote nur noch bei etwa 125 Prozent „stabilisieren“.

Deutlich schwieriger wird die Situation, wenn der Schuldenabbau langsamer verläuft (P3). In diesem Fall führt auch ein durchschnittliches langfristiges

Wirtschaftswachstum von 5 Prozent nur noch zu einer Stabilisierung der Schuldenstandsquote auf hohem Niveau (etwa 110 Prozent). Fällt die Wachstumsrate niedriger aus, steigt die Schuldenstandsquote Griechenlands mehr oder weniger schnell, auf jeden Fall aber fortlaufend weiter an. Mit diesem Ergebnis muss man auch dann rechnen, wenn die Konsolidierungsbemühungen im Szenario P2 ab 2014 eingestellt werden und das durchschnittliche langfristige Wachstum nicht über 4 Prozent ansteigt (siehe Abbildung 10).

Die zuvor angestellten Überlegungen haben gezeigt, dass – sieht man einmal von der Möglichkeit der „Inflations-Steuer“ ab – die Primärüberschussquote und das Wirtschaftswachstum die entscheidenden Einflussfaktoren sind, um die Neuverschuldungs- und die Schuldenstandsquote des Staates zu reduzieren. Die notwendige Primärüberschussquote ist dabei nur durch eine Reduktion der Staatsausgaben (ohne die Zinszahlungen) oder einen Anstieg der Staatseinnahmen zu erzielen. Beide Möglichkeiten, die Primärungleichgewichtsquote zu verbessern, implizieren daher erhebliche Belastungen für die Bevölkerung. Der in Szenario 1 angestrebte Abbau der Defizitquote von 4 Prozent entspricht dabei einer absoluten Verbesserung der Budgetsituation von etwa 9 Mrd. Euro. Übertragen auf Deutschland würde dies bedeuten, dass Einsparungen in den Haushalten von Bund, Länder und Gemeinden in Höhe von etwa 100 Mrd. Euro notwendig wären. Nach den Erfahrungen der Vergangenheit erscheint es daher höchst zweifelhaft, dass die griechische Regierung die angekündigte Sparpolitik sowohl kurz- als auch längerfristig – selbst im Ausmaß des Szenarios 3 – einzulösen und durchzuhalten vermag. Bei jeder niedrigeren durchschnittlichen Primärüberschussquote ab 2014 als den im Szenario 3 angenommenen 2 Prozent kommt es hingegen c.p. zu einer künftig immer weiter steigenden Schuldenstandsquote mit verheerenden Folgen für das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des griechischen Staates.

Im Gegensatz dazu ist ein Anstieg des Wirtschaftswachstums die „schmerzfreiere“ Alternative. Gerade im Falle Griechenlands erscheint dieser Weg aber eher unwahrscheinlich. Zum einen legen nämlich Untersuchungen (Koopman/Szekely, 2009) nahe, dass das Wirtschaftswachstum nach einer so gravierenden Krise wie der gerade erlebten deutlich länger hinter dem ursprünglichen Wachstumspfad zurückbleiben wird. Zum anderen wird auch das griechische Sparprogramm selbst zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums führen. So hat die Griechische Zentralbank jüngst bereits ihre Prognose für das reale Wirtschaftswachstum des laufenden Jahres von  $-0,8$  Prozent auf  $-2,0$  Prozent herabgesetzt.

#### **4. Entschuldung durch Inflation**

Als Mitglied der Währungsunion ist es Griechenland nicht möglich, eine eigenständige, an nationalen Zielen orientierte Geldpolitik zu betreiben. Geht man ferner davon aus, dass die EZB jeglichem „Druck“ widersteht, eine höhere Inflation zu Gunsten Griechenlands zuzulassen, und ihr primäres Ziel der Preisniveaustabilität realisiert, ist eine Entschuldung durch Inflation grundsätzlich ausgeschlossen. Gleichwohl haben die zurückliegenden Jahre gezeigt, dass mit einer einheitlichen Geldpolitik der EZB durchaus regionale Inflationsdifferenzen vereinbar sind. So hat die griechische Inflationsrate – wie Übersicht 4 zeigt – während der Mitgliedschaft in der Währungsunion stets oberhalb des Unionsdurchschnitts gelegen (Quelle der Ursprungsdaten: Eurostat). Wenn dies auch in der Zukunft der Fall wäre, könnte eine Erleichterung bei der Reduktion der Schuldenquote durch einen stärkeren Anstieg des nominalen BIPs zustande kommen. Gleichung (3) verdeutlicht, dass bei gegebenem Zinssatz ( $z$ ), zu dem sich der Staat verschuldet hat, aufgrund von Inflation ein steigendes nominales Wirtschaftswachstum ( $x$ ) den Realwert des Schuldendienstes ( $z - x$ ) sowie des Schuldenstandes senkt. Abhängig von der

Inflationshöhe kann der Ausdruck  $(z - x)$  sogar negative Werte annehmen und so die Schuldenstandsquote absolut reduzieren.

Jahr	Reales Wachstum		Inflation	
	EU-15	GR	EU-15	GR
2001	1,9	4,2	2,4	3,7
2002	1,2	3,4	2,3	3,9
2003	1,2	5,9	2,1	3,4
2004	2,3	4,6	2,1	3,0
2005	1,8	2,2	2,2	3,5
2006	3,0	4,5	2,2	3,3
2007	2,6	4,5	2,1	3,0
2008	0,5	2,0	3,3	4,2
2009	- 4,2	- 2,0	0,3	1,3

Übersicht 4: Wirtschaftswachstum und Inflation

Übersicht 4 zeigt aber auch, dass die überdurchschnittlichen Inflationsraten in Griechenland mit überdurchschnittlichen realen Wachstumsraten einhergingen. Führt das griechische Sparprogramm jedoch zu sinkenden realen Wachstumsraten, wird die Entschuldungs-„Hilfe“ über eine höhere Inflationsrate ebenfalls entfallen, so dass das Schwergewicht der Sanierung auf einer Umkehr der Primärdefizitquote in eine Primärüberschussquote liegen muss, die jedoch nur durch Einnahmesteigerungen oder Ausgabekürzungen zu realisieren ist.

## 5. Europäischer Währungsfonds

Nicht zur Lösung, aber im Zusammenhang mit der Griechenlandkrise haben Gros und Mayer (2010) die Gründung eines Europäischen Währungs- oder Schuldenfonds (EWF) vorgeschlagen, der von der Politik zum Teil bereitwillig

aufgegriffen wurde. Dieser EWF soll dann – nach Möglichkeit an Stelle des IWF – für die Bereinigung entsprechender Krisen in der Währungsunion sorgen. Bei der Errichtung eines EWF stellen sich jedoch insbesondere zwei Fragen:

- Wie wird der EWF finanziert und
- welche Auflagen soll und kann ein solcher EWF durchsetzen?

Die Finanzierung soll sich nach Gros und Mayer (2010, S. 2) an den Maastricht-Kriterien orientieren. Es sollen – um Moral-hazard-Probleme zu vermeiden – nur diejenigen Mitgliedsländer der Währungsunion zur Finanzierung herangezogen werden, die die Grenzwerte von 3 Prozent bei der Neuverschuldung und 60 Prozent beim Schuldenstand überschreiten. Der EWF soll sich folglich über eine „Straf-Steuer“ finanzieren. Konkret lautet der Vorschlag, dass sich die Finanzierungsbeiträge zum EWF wie folgt bemessen sollen:

- Ein Prozent jährlich von der Überschuss-Schuld, die als Differenz der aktuellen Schuldenstandsquote abzüglich des Grenzwerts von 60 Prozent definiert ist. Bei einer Schuldenstandsquote von 120 Prozent würde dies einem Beitrag zur Finanzierung des EWF in Höhe von 0,6 Prozent des BIP entsprechen.
- Ein Prozent des übermäßigen Defizits, das sich als Differenz zwischen der aktuellen Defizitquote und dem Grenzwert von 3 Prozent ergibt. Bei einer Defizitquote von 13 Prozent würde dies einem Finanzierungsbeitrag in Höhe von 0,1 Prozent des BIP entsprechen.

Der Finanzierungsbeitrag soll sich an beiden Kriterien orientieren und würde sich daher im zuvor erläuterten Beispiel auf insgesamt 0,7 Prozent des BIP belaufen. Gros und Mayer (2010, S. 3) kommen ferner zu dem Schluss, dass bei dieser Finanzierungsmethode ein EWF – wäre er mit der Gründung der

Währungsunion ins Leben gerufen worden – heute bereits über einen Kapitalbestand von 120 Mrd. Euro verfügen könnte. Genug, um die Finanzierung bzw. Rettung kleiner und mittlerer Mitgliedsländer zu übernehmen.

Dies hätte allerdings vorausgesetzt, dass die Finanzierungsbeiträge zum EWF deutlich konsequenter „erhoben“ worden wären, als dies etwa bei möglichen Strafen im Rahmen des Stabilitätspaktes der Fall war. Aus der aktuellen Lage heraus erscheint es zudem höchst unwahrscheinlich, dass diejenigen Länder, die Finanzierungsbeiträge zum EWF leisten müssten, hierzu bereit und in der Lage sind. Will man also in absehbarer Zeit einen EWF errichten, werden Finanzierungsbeiträge nur von solchen Ländern zu erheben sein, die sich gegenwärtig (noch) in einer vergleichsweise guten Haushaltssituation befinden. Wenn allerdings die finanzierenden Länder und diejenigen Länder, die (Notfall-) Kredite benötigen, auseinanderfallen, wird sich der EWF in kürzester Zeit zu einer Transferinstitution entwickeln. Damit werden auf der einen Seite die Moral-hazard-Probleme zunehmend größer während auf der anderen Seite ein groß angelegter Finanzausgleich innerhalb der Währungsunion zustande kommt (Transferunion) – zu Gunsten derjenigen Länder, die eine unsolide Haushaltspolitik betrieben haben und zu Lasten derjenigen Länder, die sich (weitgehend) an die Budgetvorgaben gehalten haben.

Die Kreditvergabe selbst soll ähnlich geregelt werden wie beim IWF. In Höhe der eingezahlten Finanzierungsbeiträge können Kredite ohne Auflagen in Anspruch genommen werden. Darüber hinausgehende Kredite sind mit entsprechenden Stabilisierungsprogrammen verknüpft, die zwischen der EU-Kommission und dem betroffenen Land ausgehandelt werden. Durchgesetzt werden können diese Konditionen – wie beim IWF – einmal, indem (weitere) Kredittranchen die Erfüllung der Auflagen voraussetzen. Gros und Mayer (2010,

S. 3) sehen bei einem EWF ein weiteres Druck- bzw. Drohpotential darin, dass Zahlungen aus den Strukturfonds gekürzt werden könnten. Im Falle Griechenlands würden diese Zahlungen etwa 1-2 Prozent des BIP ausmachen. Grundsätzlich ist dieses Argument zwar zutreffend – die Praxis der vergangenen Jahre lässt jedoch Zweifel daran aufkommen, ob solche Strafen je durchgesetzt werden (können). Es ist vielmehr damit zu rechnen, dass die betroffenen Staaten ihr Erpressungspotential gegenüber dem EWF besser und einfacher durchsetzen können als gegenüber dem IWF. Somit entspringt der Ruf nach dem EWF wohl eher der Erwartung, Kredite dort nicht nur leichter, sondern auch zu günstigeren Konditionen als beim IWF zu erhalten.

Nicht von ungefähr wurde die Errichtung eines EWF – neben anderen – von Thomas Mayer, dem Chefvolkswirt der Deutschen Bank, unterbreitet. Da ein EWF die Zahlungsfähigkeit (hoch) verschuldeter Länder der Währungsunion (weitgehend) garantieren soll, wird auf diese Weise das Ausfallrisiko der Staatskredite von den Kapitalgebern in Form der Banken auf die Geldgeber des EWF, also letztlich die Steuerzahler in den solide wirtschaftenden Mitgliedsländern überwältigt. Wie groß das Interesse der Banken an einer Finanzierung und Rettung Griechenlands ist, lässt sich mit Hilfe von Übersicht 5 aus der Gläubigerstruktur für dieses und andere Länder ablesen.

Schuldner- länder Verschuldung	Griechen- land	Spanien	Portugal
Insgesamt	302,6	1153,9	286,7
Ggü. europäischen Banken	252,8	867,7	238,9
Ggü. deutschen Banken	43,2	240,3	47,3

Quelle der Ursprungszahlen: BIS, 2010, Tabelle 9 B.

Übersicht 5: Verschuldung (Staat, Banken, Private) in Mrd. USD  
(Stand: Sept. 2009)

## 6. Bedeutung des Stabilitätspakts in der Zukunft

Der 1997 auf Initiative des deutschen Finanzministers Waigel abgeschlossene Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) besteht neben den grundlegenden Bestimmungen im EU Vertrag (Art. 104 EUV) aus drei Elementen (siehe zu den folgen Ausführungen Smeets/Thieme, 2004):

- Mit der **EntschlieÙung des Europäischen Rates** von 1997 in Amsterdam verpflichten sich die EU-Mitgliedsstaaten zum Haushaltsziel eines mittelfristig ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Staatsbudgets.
- Eine **Verordnung mit präventivem Charakter [(EG) 1466/97]** beschreibt den Prozess der Haushaltsüberwachung durch die Kommission. Die Mitglieder des Euro-Währungsgebietes legen jährlich Stabilitätsprogramme (Nicht-Mitglieder: Konvergenzprogramme) vor, die aufzeigen, wo das Land bezüglich des vereinbarten Haushaltsziels steht.
- Eine **Verordnung mit abschreckendem Charakter [(EG) 1467/97]** beschreibt das Defizitverfahren. Dieses Verfahren kommt zu Anwendung, wenn ein Land vom vereinbarten Haushaltsziel abweicht und ein übermäßiges Defizit (höher als 3% des BIP) aufweist. Die Verordnung macht keine Aussage darüber, ob und wie gegen einen Staat vorgegangen wird, dessen Schuldenstand den Referenzwert von 60% des BIP übersteigt.

Stellt der ECOFIN-Rat das Vorliegen eines übermäßigen Defizits fest, werden mit einer qualifizierten Mehrheit von zwei Dritteln der gewichteten Stimmen aller EU-Staaten ohne den betroffenen Staat wirksame Maßnahmen empfohlen. Werden diese in einem angemessenen Zeitraum umgesetzt und deshalb eine

Reduktion des Defizits erwartet, ruht das Verfahren. Anderenfalls kann festgestellt werden, dass keine (wirksamen) Maßnahmen ergriffen wurden. Bis zu diesem Punkt gilt das Verfahren für alle EU-Mitglieder und die weiteren Entscheidungen werden mit qualifizierter Mehrheit von zwei Dritteln der nicht betroffenen Staaten getroffen. Wurden keine wirksamen Maßnahmen eingeleitet, so können ausschließlich Mitglieder des Euro-Währungsgebiets zunächst in Verzug gesetzt werden und anschließend kann man – bei weiterer Untätigkeit – über Sanktionen entschieden. In der Regel verlangt der ECOFIN-Rat in diesem Fall zunächst eine unverzinsliche Einlage. Falls – nach Auffassung des Rates – das übermäßige Defizit nach Verlangung der Einlage immer noch besteht, wird die Einlage in der Regel in eine Geldbuße umgewandelt. Zinsen auf die Geldeinlage sowie Geldbußen werden unter den Mitgliedern des Euro-Währungsgebietes, die kein übermäßiges Defizit aufweisen, im Verhältnis ihres Anteils am gesamten BIP dieser Gruppe aufgeteilt.

Das Hauptproblem dieses Entscheidungsverfahrens besteht eindeutig darin, dass die Feststellung eines übermäßigen Defizits letztlich durch den ECOFIN-Rat unter politischen Gesichtspunkten erfolgt und nicht – wie im ursprünglichen Waigel-Vorschlag – in Form eines automatischen Prozesses. Letztlich sind es die „Sünder“ selbst, die darüber entscheiden, ob sie bestraft werden oder nicht! Die Höhe der Strafe ergibt sich – wie Übersicht 4 zeigt – aus einem festen und einem flexiblen Anteil. Sie kann einen Betrag von 0,5 Prozent des BIP nicht übersteigen, der dann erreicht wird, wenn die Defizitquote 6 Prozent erreicht.

$0,2\% \text{ des BIP} \quad + \quad [ (\text{Defizitquote} - 3) / 10 ] \% \text{ des BIP}$ <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: 10px;"> <div style="text-align: center;"> <math>\underbrace{\hspace{10em}}</math>              Fester Betrag         </div> <div style="text-align: center;"> <math>\underbrace{\hspace{10em}}</math>              Variabler Betrag         </div> </div>
---

Die ursprüngliche Fassung des SWP wurde durch eine Vorlage des ECOFIN-Rats zur „Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ konkretisiert, die der Europäische Rat auf seiner Frühjahrstagung in Brüssel am 22. und 23. März 2005 billigte. Zusammenfassen kann man die Neuerungen wie folgt:

- Das allgemeingültige mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Überschusses wird durch individuelle (länderspezifische) mittelfristige Haushaltsziele ersetzt, die ein Defizit von bis zu 1 % des BIP ermöglichen. Zielvorgaben erfolgen nur für die Mitglieder des Euro-Währungsgebiets sowie für diejenigen Länder, die über den Wechselkursmechanismus (EWS II) an den Euro gebunden sind (Dänemark, Estland, Litauen und Slowenien).
- Länder, deren Defizite die Anforderungen des SWP nicht erfüllen, sollen das Defizit jährlich um mindestens 0,5% des BIP reduzieren. In wirtschaftlich schlechten Phasen kann die Konsolidierung geringer ausfallen. Die Mitgliedsländer verpflichten sich aber auch, ihre Haushalte in wirtschaftlich „guten Zeiten“ verstärkt zu konsolidieren. Gute Zeiten werden dabei als Zeiträume interpretiert, in denen die aktuelle Produktion das Potential übersteigt. Damit soll vermieden werden, dass die Staaten eine prozyklische Haushaltspolitik betreiben.
- Das Defizitverfahren soll dazu beitragen, dass die Mitgliedsstaaten den öffentlichen Schuldenstand in einem „zufrieden stellenden Tempo“ reduzieren.
- Die Anforderungen an wirtschaftliche Ausnahmen wurden reduziert. So reicht eine negative Wachstumsrate des BIP nun bereits – unabhängig von der Höhe – als Begründung aus.
- Bei der Erfüllung der Kriterien sollen länderspezifische Faktoren berücksichtigt werden.

- Langfristige Solidität soll insbesondere mit Blick auf die demografische Alterung betrachtet werden.
- Der Qualität der öffentlichen Finanzen soll mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden (Investitionen versus Konsumausgaben des Staates).

Während die „Flexibilisierung“ des SWP im Mittelpunkt des politischen Interesses steht, soll der präventive Teil dazu beitragen, dass die Mitgliedsländer in konjunkturell guten Zeiten mehr sparen. Doch selbst wenn man sich auf eine Definition für „gute Zeiten“ einigen sollte, bestehen weder Anreiz- noch Sanktionsmechanismen, um dieses Ziel zu realisieren. Zudem existiert auch hier ein weitreichender Spielraum für politische Interpretationen. Insgesamt bleibt somit nur das Prinzip „Hoffnung“. „Es liegt nun an den nationalen Regierungen, durch eine umsichtige Finanzpolitik die Befürchtung zu zerstreuen, mit der Änderung des Paktes sei das Ziel nachhaltiger solider Staatsfinanzen de facto aufgegeben worden“ (BuBa, 2005, S. 15).

Aus heutiger Sicht mag der Eindruck entstehen, dass der SWP in der zuvor erläuterten Form versagt hat und künftig etwa durch einen EWF ersetzt werden sollte. Dabei gilt es jedoch zu bedenken, dass die Explosion der Staatsschulden insbesondere im Rahmen der Finanzkrise zustande gekommen ist (Smeets, 2010). Noch im Jahr 2007 verfehlte nur Griechenland von den Mitgliedsländern der Währungsunion mit 5,1 Prozent das Defizitkriterium (EU, 2010). Aber erst nachdem das Defizit 2008 noch weiter auf 7,7 Prozent anstieg, wurde 2009 ein Defizitverfahren eingeleitet. Sowohl Griechenland als auch weiteren Ländern, gegen die 2009 ein Defizitverfahren eingeleitet wurde, wurden jedoch großzügige Fristen bis 2012 und 2013 eingeräumt, um ihr Defizit – ohne Strafen fürchten zu müssen – zurückzuführen.

Das Schuldenstandskriterium von 60 Prozent wurde hingegen von weit mehr Ländern verfehlt. 2007 waren es bereits acht Mitgliedsländer der Währungsunion. Dies verwundert aber nicht, wurde dieser Grenzwert doch bereits beim Beitritt zur Währungsunion großzügig interpretiert. Daher war auch ein stärkerer Fokus auf dieses Kriterium im Rahmen der „Neuinterpretation“ des SWP durchaus sinnvoll. Ein gravierendes Versagen ist aber insbesondere darin zu sehen, dass Strafzahlungen nur im Rahmen eines politischen Willensbildungsprozesses verhängt werden können, der – wie die Erfahrung lehrt – genau das verhindert. Im Fall Griechenland kommt hinzu, dass die Entwicklung der Staatsverschuldung bewusst verschleiert wurde und somit auch ein funktionierender SWP kaum hätte greifen können.

Für die Zukunft sollte man gleichwohl auf einen gestärkten SWP setzen und nicht auf einen EWF. Der SWP, wenn er denn entsprechend ausgestaltet wird, hat den Vorteil, dass er auf eine frühzeitige Umkehr bzw. eine Vermeidung größerer Ungleichgewichte ausgelegt ist. Sein Ziel ist folglich, entsprechende Anpassungsprozesse zu erzwingen. Dieses Droh- und Druckpotenzial kann aber nur dann wirken, wenn entsprechende Strafen automatisch mit der Überschreitung der Grenzwerte verhängt werden. Wenn man dies bei der Finanzierung des EWF bereit ist durchzusetzen, warum dann nicht beim SWP? Ohne einen entsprechenden Automatismus wäre nämlich auch die Finanzierung des EWF nicht gesichert. Der EWF hat im Gegensatz zum SWP den eindeutigen Nachteil, dass er in erster Linie auf die Finanzierung der Ungleichgewichte abzielt und nur in zweiter Linie – über die Konditionen der Kreditvergabe – auf eine Anpassung. Dann wird das betroffene Land aber in aller Regel bereits ein hohes Budgetdefizit aufweisen und eine Umkehr fällt entsprechend schwer. Ziel muss es daher sein – über einen gestärkten SWP – frühzeitig und insbesondere automatisch auf übermäßige Ungleichgewichte zu reagieren. Der Anpassung – insbesondere des Schuldenstandes – könnte man dabei stärkeren Nachdruck

verleihen, indem sich die Strafbemessung im SWP an der Finanzierungsformel von Gros und Mayer (2010) orientieren würde. Bisher orientiert sich die Strafbemessung im SWP ausschließlich an der Defizitquote und die neu aufgenommenen Vorschriften bezüglich des Schuldenstandes ließen sich kaum durchsetzen. Übersicht 6 zeigt, dass Strafzahlungen aufgrund des jetzigen SWP im Fall Griechenlands ähnliche Beträge ergeben hätten als wenn man die Finanzierungsformel von Gros und Mayer zugrunde gelegt hätte. Allerdings mit dem Vorteil, dass der Anpassung an den Grenzwert der Schuldenstandsquote ein höherer Nachdruck verliehen würde. Darüber hinaus könnte auch im Rahmen des SWP – insbesondere bei nachhaltiger Verfehlung der Grenzwerte – der Anpassung ein noch höherer Nachdruck verliehen werden, indem Kürzungen im Rahmen der Strukturfonds explizit vorgesehen werden.

Jahr	Zahlung (Mrd. €)	Max. Strafe (Mrd. €)	Strafe (Mrd. €)
	EFW	Stab.-Pakt	Stab.-Pakt
1999			
2000			
2001	0,66	0,73	0,51
2002	0,68	0,78	0,60
2003	0,69	0,86	0,79
2004	0,80	0,93	1,21
2005	0,82	0,98	0,82
2006	0,78	1,05	0,42
2007	0,82	1,13	0,61
2008	1,05	1,20	1,60
2009	1,54	1,19	2,78

Übersicht 6: EWF-Finanzierung und Strafen im SWP (in Mrd. Euro)

## 7. Ausstieg aus der Währungsunion?

Verlässt Griechenland die Währungsunion, so muss das Land wieder eine nationale Währung – etwa die Drachme – einführen, deren Ausgabe dann der

Griechischen Notenbank obliegt. Mit Blick auf die Verschuldungskrise wird man davon ausgehen können, dass sich der Staat wie vor dem Beitritt zur EU durch unmittelbare Kreditaufnahme bei der Notenbank **neu** verschulden kann und auf diese Weise Inflation entsteht. Für die künftige Neuverschuldung würde ein solches Szenario allerdings dann wenig Entlastung für den Staat bieten, wenn die Wirtschaftssubjekte rationale Erwartungen bilden. Gleichung (3) verdeutlicht diesen Zusammenhang. Bei rationalen Erwartungen würde der Nominalzins ( $z$ ) in gleichem Umfang steigen wie die Inflation und damit das nominale Wirtschaftswachstum ( $x$ ). Die Differenz zwischen  $z$  und  $x$  bliebe unverändert gegenüber der inflationsfreien Situation. Eine „Erleichterung“ für den Staat würde sich – allerdings bestenfalls vorübergehend – dann einstellen, wenn die Wirtschaftssubjekte die Inflation (zunächst) nur zum Teil oder gar nicht antizipieren (Anstieg  $z < \text{Anstieg } x \rightarrow z - x$  wird möglicherweise negativ), also keine rationalen Erwartungen bilden, oder wenn die Steuereinnahmen durch „kalte Progression“ überproportional ansteigen ( $t$  übersteigt  $g$  deutlicher als zuvor).

Für den Staat positiv wirken kann die Inflation jedoch auf die Altschulden. Die durchschnittliche Verzinsung ( $z$ ), zu der sich der Staat in der Vergangenheit verschuldet hat, wird durch die Inflation nur allmählich ansteigen. Im Gegensatz dazu senkt die im steigenden nominalen Wirtschaftswachstum ( $x$ ) zum Ausdruck kommende Inflation den Realwert des Schuldendienstes sowie des Schuldenstandes und ( $z - x$ ) sinkt und nimmt – abhängig von der Inflationshöhe – eventuell sogar negative Werte an.

Diese Überlegungen vernachlässigen aber, dass die Altschulden in Euro durch einen Austritt aus der Währungsunion zu Auslandsschulden (in Fremdwährung) werden. Ferner wird die zunehmende Inflation in Griechenland zu einer erheblichen Abwertung der Drachme führen, was aber wiederum die

Auslandsverschuldung in heimischer Währung ansteigen lässt. Die mögliche Reduktion des Realwerts der Altschulden durch Inflation wird folglich durch die abwertungsbedingte Verteuerung der (nun) auf Auslandswahrung lautenden Altschulden wieder kompensiert. Die Verschuldungssituation bekommt darüber hinaus eine neue Dimension, weil die nun bestehende Auslandsverschuldung nur dann zurückgezahlt werden kann, wenn Griechenland auf vorhandene Devisenreserven (Stand März 2010: 4 Mrd. Euro) zurückzugreifen vermag oder Überschüsse in der Leistungsbilanz erwirtschaftet. Eine deutliche reale Abwertung der Drachme gegenüber dem Euro und anderen Währungen würde das gegenwärtige Leistungsbilanzdefizit von 18 Mrd. Euro (2009: Handelsbilanzdefizit 30,6 Mrd. Euro, Dienstleistungsbilanzuberschuss 12,6 Mrd. Euro) sicherlich verbessern. Ob diese Entwicklung allerdings ausreichen wird, um die Auslandsverschuldung zu bedienen, bleibt höchst fragwürdig.

Als Vorteil eines Austritts aus der Wahrungunion bliebe für Griechenland damit zunächst einmal nur die Möglichkeit, dass die abwertungsbedingte Zunahme der Auslandsnachfrage das reale Wirtschaftswachstum erhöhen könnte. Diese „Chance“ für Griechenland betrachten deutsche Politiker aber bereits als Gefährdung des Exports, da durch die Abwertung griechische Produkte relativ gesehen billiger würden, und begründen damit die Finanzhilfen für Griechenland. Es darf demnach keinen Austritt Griechenlands aus der Wahrungunion geben, damit Griechenland seine – dann wieder vorhandene – nationale Währung nicht abwerten kann. Dabei wird übersehen, dass eine Abwertung keinen absoluten, sondern nur einen relativen Vorteil bildet, der in der Regel unterschiedlich hohe Inflationsraten – hier zu Lasten Griechenlands – während und nach der Zeit der Wahrungunion kompensiert. Zuvor erlangte Vorteile gehen auf eine unterbewertete Währung zurück – eine Situation, die wir an anderer Stelle den Chinesen vorwerfen. Hinzu kommt, dass der Anteil

Griechenlands am deutschen Export nur 0,8 Prozent beträgt (BuBa, 2009) und damit ein abwertungsbedingter Rückgang durchaus zu verkraften wäre.

Als Vorteil, den die übrigen Mitglieder der Währungsunion aus einem Austritt Griechenlands ziehen könnten, wird häufig die Stabilisierung des Euros genannt. Dieses Argument setzt aber voraus, dass die gegenwärtige Abwertung des Euros gegenüber dem USD kausal auf die Entwicklungen in Griechenland zurückgeht. Abbildung 4 zeigt hingegen, dass der Euro – trotz einer aktuellen Abwertungsphase – gegenwärtig weder einen dramatischen Fall erleidet, noch ein historisch niedriges Niveau aufweist (Quelle der Ursprungsdaten: EcoWin, Reuters). Dies ist auch nicht verwunderlich, beträgt der Anteil Griechenlands am BIP des Eurowährungsgebietes nur etwa 3 Prozent. Es besteht folglich kein Grund zur Panik, zumal sonst Abwertungen mit Blick auf die Preiswettbewerbsfähigkeit der Exporteure eher billigend in Kauf genommen werden. Das bedeutet im Umkehrschluss aber auch, dass dieses Argument wenig taugt, um eine Finanzierung und Rettung Griechenlands zu begründen.



Abbildung 4: Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar

## **8. Ausblick**

Vor dem Hintergrund der kurz- und längerfristig zu erwartenden Entwicklungen bei der Staatsverschuldung Griechenlands erscheint es notwendig, dass die Gläubiger beginnen, über eine Um- oder Entschuldung nachzudenken. Wie Übersicht 6 bereits gezeigt hat, handelt es sich aber bei den Gläubigern in weit überwiegendem Maße – und zwar nicht nur im Falle Griechenlands – um europäische und damit auch deutsche Banken. Bei den deutschen Banken sind insbesondere die bereits verstaatlichte Hypo Real Estate (jetzt: Deutsche Pfandbriefbank) mit ca. 9 Mrd. Euro und die sich teilweise in staatlicher Hand befindliche Commerzbank mit etwa 3 Mrd. Euro betroffen. Auch einige Landesbanken sollen griechische Staatsanleihen halten. Da man möglicherweise eine zweite Bankenkrise fürchtet und die Finanzinstitute diese Angst aus verständlichen Gründen schüren, wird gegenwärtig mit allen Mitteln und – zuvor erläuterten – fadenscheinigen Argumenten versucht, die Haftung dieser Gläubiger auf die Steuerzahler abzuwälzen. Die Verantwortung für die großzügige Kreditvergabe an Griechenland tragen aber letztlich allein die Banken und anderen Gläubiger.

Dies würde dann allerdings auch für die staatlichen Kreditgeber aus der Währungsunion gelten. Auch wenn der deutsche Staat zunächst für die Kredite der KfW nur bürgt, muss er letztlich bei einem Zahlungsausfall am Ende dafür einstehen. Dieses Szenario wird umso wahrscheinlicher, wenn man davon ausgeht, dass Griechenland auf jeden Fall die Kredite des IWF (uneingeschränkt) bedienen wird (Bickel, 2005, S. 6) – wenn es überhaupt aus eigener Kraft einen Beitrag leisten kann. Die Finanzierungssituation in den kommenden Jahren wird in keiner Weise dazu beitragen, das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des griechischen Staates zu verbessern – ganz im Gegenteil. Damit werden aber auch die Risikoprämien nicht etwa sinken, sondern in den nächsten Jahren eher noch steigen, da Griechenland nicht mehr in der Lage oder

– aufgrund der Zinshöhe – bereit sein wird, seine Schulden am Markt zu finanzieren.

Eine Umschuldung bedeutet dabei, dass kurz- und mittelfristige Schulden in langfristige Schulden umgewandelt werden – also der Fälligkeitszeitraum für die Rückzahlung aufgeschoben und verlängert wird. Eine solche Maßnahme ist jedoch nur bei Illiquidität sinnvoll. Ein Beispiel für ein solches Vorgehen sind die „Brady-Bonds“, die in den 1980er Jahren eingesetzt wurden, um die Zahlungsschwierigkeiten lateinamerikanischer Länder zu überwinden. Doch selbst wenn Griechenland „nur“ seine Zinszahlungen aus eigener Kraft aufbringen wollte, so würde dies ab 2013 – wie Übersicht 8 veranschaulicht – eine Primärüberschussquote von rund 7 Prozent des BIP erfordern. Doch auch bei äußersten Anstrengungen der griechischen Regierung (siehe Übersicht 3) würde es Jahre dauern, bis sich die gegenwärtige Primärdefizitquote in die dafür notwendige Primärüberschussquote von 7 Prozent umkehrt. Im günstigsten Fall wäre dies im Jahre 2015 oder 2016 vorstellbar. Während der Übergangszeit, die sich wohl eher noch verlängern wird, ist der griechische Staat aber Jahr für Jahr auf – allerdings im Laufe der Zeit sinkende – Stützungszahlungen von dritter Seite angewiesen. Wenn die internationalen Kredite bis spätestens 2017 zurückgezahlt werden müssen und der „reguläre“ Schuldendienst (Tilgung und Zinsen) für früher ausgegebene Staatsanleihen erfolgt, dann müsste das griechische Staatsbudget – bei der Annahme eines jährlichen Wachstums des nominalen BIP von 3 Prozent – für die Jahre ab 2015 sogar Primärüberschussquoten (PÜQ) von etwa 30 Prozent des BIP aufweisen – eine schier utopische Vorstellung. Diese Zusammenhänge veranschaulicht Übersicht 7.

Jahr	Tilgung	Zinsen	Tilg. int. Kr.	PU	FB	kum. FB	PÜQ	PÜQ-z
2010	28,25	15,00	0,00	9,00	52,25	52,25		
2011	23,04	16,00	0,00	4,00	43,04	95,29		
2012	37,40	17,00	0,00	0,00	54,40	149,69		
2013	20,80	18,00	0,00		38,80	188,49	15,8	7,3
2014	30,90	18,50	0,00		49,40	237,89	19,5	7,3
2015	17,60	18,00	0,00		35,60	273,49	13,6	6,9
2016	7,80	17,50	55,00		80,30	353,79	29,9	6,5
2017	16,40	17,00	55,00		88,40	442,19	31,9	6,1

PU = Primärungleichgewicht ( + = Primärdefizit)      kum. FB = kumulierter Finanzierungsbedarf  
Til. Int. Kr. = Tilgung internationaler Kredite

### Übersicht 7: Gesamtfinanzierungsbedarf (GFB) in Mrd. Euro

Damit wird sich Griechenland ab 2013 – wie Übersicht 7 zeigt – in einer ähnlich prekären Situation befinden wie gegenwärtig. Die Lage kann sich noch dadurch verschärfen, dass für die Jahre 2010 bis 2012 internationale Kredite in Höhe von 110 Mrd. Euro einem Gesamtfinanzierungsbedarf – unter günstigen Umständen – von 150 Mrd. Euro gegenübersteht. Die Differenz von mindestens 40 Mrd. Euro muss also bereits während der nächsten zwei Jahre von privater Seite finanziert werden. Es ist aber höchst unwahrscheinlich, dass die Akteure an den Finanzmärkten die im Weiteren eher noch verschärfte Situation – angesichts einer zunehmenden Sensibilität für die Probleme – positiver einschätzen werden als gegenwärtig und damit eine private (Zwischen-) Finanzierung zu – aus griechischer Sicht – angemessenen Zinskosten möglich sein wird. Wenn die Euro-Zone und der IWF nicht immer weitere Finanzmittel bereitstellen, müsste Griechenland selbst entsprechende Primärüberschüsse in kaum vorstellbarer Höhe im Staatshaushalt gewährleisten.

Halbwegs realistische Quoten lassen sich für die kommenden Jahre – wie oben bereits gesagt – aber nur dann erreichen, wenn man sowohl die reguläre Tilgung

als auch die Tilgung der internationalen Kredite in die Zukunft verschiebt. Ein solches Szenario zeigt Übersicht 8, in der davon ausgegangen wird, dass der Gesamtfinanzierungsbedarf (GFB) für die Jahre 2010 bis 2012 durch internationale Kredite (IWF und EWU) gedeckt wird. Die ab 2013 fälligen regulären Tilgungszahlungen werden erst ab 2020 geleistet. Die Tilgung der internationalen Kredite wird auf 6 Jahre gestreckt und beginnt erst 2027. Ferner werden die Zinszahlungen ab 2013 zunächst mit 18 Mrd. Euro angenommen, die jedoch mit einsetzender Tilgung sinken. Dies impliziert, dass die Umschuldung zu einem unveränderten Zinssatz erfolgt. Die daraus resultierende Primärüberschussquote wird zum einen unter der Annahme einer jährlichen nominalen Wachstumsrate von 3 Prozent (PÜQ1) und zum anderen unter der Annahme einer Wachstumsrate von 5 Prozent (PÜQ2) berechnet. Insbesondere bei niedrigen Wachstumsraten ergeben sich nach Übersicht 8 Primärüberschussquoten (PÜQ1), die eher unerreichbar erscheinen. Und selbst bei Wachstumsraten von 5 Prozent (PÜQ2) führt die oben beschriebene Umschuldung immer noch zu erheblichen verbleibenden Belastungen.

Jahr	Tilgung		Umsch.	Umsch.	Zinsen	GFB	PÜQ1	PÜQ2
2010	28,25 €							
2011	23,04 €							
2012	37,40 €							
2013	20,80 €	-20,80 €			18,00 €	18,00 €	7,3	6,9
2014	30,90 €	-30,90 €			18,00 €	18,00 €	7,1	6,6
2015	17,60 €	-17,60 €			18,00 €	18,00 €	6,9	6,3
2016	7,80 €	-7,80 €			18,00 €	18,00 €	6,7	6,0
2017	16,40 €	-16,40 €			18,00 €	18,00 €	6,5	5,7
2018	7,70 €	-7,70 €			18,00 €	18,00 €	6,3	5,4
2019	23,70 €	-23,70 €			18,00 €	18,00 €	6,1	5,2
2020	5,00 €	-5,00 €	20,80 €		18,00 €	38,80 €	12,8	10,6
2021	0,00 €	0,00 €	30,90 €		17,00 €	47,90 €	15,4	12,4
2022	8,50 €	-8,50 €	17,60 €		16,00 €	33,60 €	10,5	8,3
2023	0,00 €	0,00 €	7,80 €		16,00 €	23,80 €	7,2	5,6
2024	10,50 €	-10,50 €	16,40 €		15,00 €	31,40 €	9,2	7,0
2025	7,20 €	-7,20 €	7,70 €		15,00 €	22,70 €	6,5	4,9
2026	7,00 €	-7,00 €	23,70 €		14,00 €	37,70 €	10,4	7,7
2027	0,00 €	0,00 €	5,00 €	18,30 €	13,00 €	36,30 €	9,8	7,0
2028	0,00 €	0,00 €	0,00 €	18,30 €	12,00 €	30,30 €	7,9	5,6
2029	0,00 €	0,00 €	8,50 €	18,30 €	11,00 €	37,80 €	9,6	6,6
2030	11,00 €	-11,00 €	0,00 €	18,30 €	10,00 €	28,30 €	7,0	4,7
2031	0,00 €	0,00 €	10,50 €	18,30 €	9,00 €	37,80 €	9,0	6,0
2032	0,00 €	0,00 €	7,20 €	18,30 €	8,00 €	33,50 €	7,8	5,1

### Übersicht 8: Umschuldungsszenario (in Mrd. Euro)

Betrachtet man allein die regulären Tilgungs- sowie die Zinszahlungen gemäß Übersicht 8, so wird ferner deutlich, warum Vertreter des IWF bereits die Vermutung geäußert haben, dass Griechenland – ohne Umschuldung oder Schuldenerlass (der Verfasser) – mindestens für die nächsten zehn Jahre (massiver) finanzieller Unterstützung bedarf. Aber selbst ein Zahlungsaufschub garantiert in keiner Weise die dann später fälligen Zahlungen. Neben die (vorübergehende) Zahlungsunfähigkeit kann nämlich auch Zahlungsunwilligkeit treten. „Je größer die Last des Schuldendienstes, desto geringer ist für ein Land der Anreiz, Opfer zu bringen, um seine Situation zu verbessern, denn ein großer Teil des erwirtschafteten Einkommens wird von den Gläubigern konfisziert.“ (Lessard, 1989, S. 302, Übersetzung durch den Verfasser).

Liegt jedoch eine Insolvenz des griechischen Staates vor, so ist ein Schuldenerlass notwendig mit der Folge, dass die ausstehende Staatsschuld

endgültig nicht (vollständig) bedient wird und die Gläubiger entsprechende Verluste erleiden. Im angelsächsischen Sprachraum nennt man dies einen „haircut“, an dessen Ende im schlimmsten Fall die Glatze steht. Ein Schuldenerlass kann entweder durch einen Forderungsverzicht der Gläubiger gewährt werden oder durch einen Schuldenrückkauf durch die Schuldnerländer zu Sekundärpreisen. Im Zusammenhang mit den Schuldenkrisen der 1980er Jahre hat sich ein Sekundärmarkt für Bankforderungen an Schuldnerländer gebildet, auf dem entsprechende Schuldtitel mit einem Abschlag gehandelt werden. Insbesondere ein Forderungsverzicht ist dabei mit erheblichen Moral-hazard-Problemen verbunden – signalisiert man doch auf diese Weise nicht nur dem betroffenen Land selbst, sondern auch allen anderen schlechten Schuldner, dass fiskalische Disziplinlosigkeit auf diese Weise noch belohnt wird.

Auch für diesen Fall soll hier ein entsprechendes Szenario vorgestellt werden, das eine Kombination aus der zuvor angenommenen Umschuldung und einem 50-prozentigen Erlass aller Schulden – einschließlich der internationalen, aber ohne die Schulden beim IWF – darstellt. In diesem Fall vermindern sich bei unverändertem (Durchschnitts-) Zinssatz zunächst auch die Zinszahlungen und nehmen mit Einsetzen der Tilgung weiter ab. Selbst bei dieser weitreichenden „Lösung“ bedarf es aber immer noch – wie Übersicht 9 zeigt – erheblicher Sparanstrengungen, um die notwendigen Primärüberschussquoten zu erreichen.

Jahr	Tilgung		Umsch.	Erlass	Umsch.	Erlass	Zinsen	GFB	PÜQ1	PÜQ2
2010	28,25									
2011	23,04									
2012	37,4									
2013	20,8	-20,8					10,0	10,00 €	4,1	3,8
2014	30,9	-30,9					10,0	10,00 €	3,9	3,7
2015	17,6	-17,6					10,0	10,00 €	3,8	3,5
2016	7,8	-7,8					10,0	10,00 €	3,7	3,3
2017	16,4	-16,4					10,0	10,00 €	3,6	3,2
2018	7,7	-7,7					10,0	10,00 €	3,5	3,0
2019	23,7	-23,7					10,0	10,00 €	3,4	2,9
2020	5	-5	20,8	10,4			10,0	20,40 €	6,7	5,6
2021	0	0	30,9	15,5			9,5	24,95 €	8,0	6,5
2022	8,5	-8,5	17,6	8,8			9,0	17,80 €	5,5	4,4
2023	0	0	7,8	3,9			9,0	12,90 €	3,9	3,0
2024	10,5	-10,5	16,4	8,2			8,5	16,70 €	4,9	3,7
2025	7,2	-7,2	7,7	3,9			8,5	12,35 €	3,5	2,6
2026	7	-7	23,7	11,9			8,0	19,85 €	5,5	4,0
2027	0	0	5	2,5	18,3	12,0	7,5	22,00 €	5,9	4,3
2028	0	0	0	0,0	18,3	12,0	7,0	19,00 €	5,0	3,5
2029	0	0	8,5	4,3	18,3	12,0	6,5	22,75 €	5,8	4,0
2030	11	-11	0	0,0	18,3	12,0	6,0	18,00 €	4,4	3,0
2031	0	0	10,5	5,3	18,3	12,0	5,5	22,75 €	5,4	3,6
2032	0	0	7,2	3,6	18,3	12,0	5,0	20,60 €	4,8	3,1

### Übersicht 9: Umschuldung und Erlass (in Mrd. Euro)

Damit bleibt abschließend die Frage, ob eine Umschuldung oder ein Schuldenerlass Spill-over-Effekte auf andere (hoch) verschuldete Länder haben wird. Die Wahrscheinlichkeit solcher Effekte muss wohl als sehr hoch angesehen werden. Auf der einen Seite werden Umschuldung oder Schuldenerlass den Marktteilnehmern noch deutlicher vor Augen führen, dass staatliche Illiquidität oder gar Insolvenz und damit verbundene Forderungseinbußen durchaus auftreten können. Als Folge werden die Risikoprämien für andere (hoch) verschuldete Länder ansteigen, da man solche Entwicklungen bisher eher als unwahrscheinlich angesehen hat. Ein erstes Indiz für ein solches Umdenken ist die Herabstufung des Ratingstatus für Portugal (27.4.2010: A+) und Spanien (28.4.2010: AA). Bisher schlägt sich diese Entwicklung – wie Abbildung 1 belegt – aber (noch) nicht in steigenden Risikoprämien nieder. Auf der anderen Seite steht jedoch auch zu befürchten, dass solchen Ländern eine Umschuldung oder ein Schuldenerlass nun als ein

neuer und möglicherweise attraktiver Weg aus der Überschuldung erscheint. Es entstehen also erneut Moral-hazard-Probleme. Dagegen könnte wiederum sprechen, dass ein zahlungsunfähiges Land, das einen dieser beiden Auswege wählt, auf Jahre hinaus keine Kredite mehr an den Finanzmärkten erhalten wird. Ein beredtes Beispiel hierfür bildet Argentinien (Bickel, 2005).

Vor diesem Hintergrund erscheint gleichwohl ein Schuldenerlass als der einzige, nachhaltig gangbare Weg im Falle Griechenlands. Es bleibt nur noch die Frage, wie hoch die Abschläge sein müssen und wer die Verluste letztlich trägt – die Gläubiger, insbesondere in Form der Banken, oder der (europäische) Steuerzahler? Doch lieber ein Ende mit Schrecken als ein Schrecken ohne Ende!

## **Literaturverzeichnis**

**Bickel, Matthias (2005):** Default and Debt Swap in Argentina: Kirchner's fair Haircut. Policy Papers on Transnational Economic Law, Nr. 12. Halle (Saale).

**BIS – Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2010):** Quarterly Review, March, Annex: Consolidated Banking Statistics. Basel. <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

- BuBa – Deutsche Bundesbank (2000):** Die Rolle des Internationalen Währungsfonds in einem veränderten weltwirtschaftlichen Umfeld. Monatsbericht September, Frankfurt/Main, S. 15-31.
- BuBa – Deutsche Bundesbank (2005):** Die Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Monatsbericht April, Frankfurt/Main, S. 15-21.
- BuBa – Deutsche Bundesbank (2009):** Zahlungsbilanz nach Regionen. Juli, Frankfurt/Main.
- De Grauwe, Paul (2005):** Economics of Monetary Union, Oxford .
- Driscoll, David D. (1998):** Was ist der Internationale Währungsfonds? Washington, D.C..
- EU (2010):** Excessive deficit procedure - Country-specific procedures. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/sgp/deficit/countries/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm).
- EZB (2009):** Kapitalzeichnung. <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.de.html>.
- EZB (2010):** Beschlüsse des EZB-Rats – April 2010. [http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100423.ohne\\_zinsen.pdf](http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100423.ohne_zinsen.pdf).
- FAZ – ohne Verfasser (2010):** “Der IWF legt seine Regeln im Fall Griechenland sehr weit aus”. FAZ, 26. April, S. 15.
- Gros, Daniel und Thomas Mayer (2010):** How to deal with sovereign default in Europe – Towards a Euro(pean) Monetary Fund. CEPS Policy Brief Nr. 202, Brüssel.
- IMF (2009a):** IMF Stand-By Arrangement. Factsheet, 23. November. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm>.
- IMF (2009b):** IMF Overhauls Nonconcessional Lending Facilities and Conditionality. Public Information Notice 09/40. <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn0940.htm>.
- IMF (2010a):** IMF Member’s Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors. <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.htm>.

**IMF (2010b):** SDR Interest Rate Calculation. [http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx).

**KOM – Europäische Kommission (2010):** Bericht zu den Statistiken Griechenlands über das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand. COM\_2010\_REPORT\_GREEK-DE.pdf.

**Koopman, Gert J. und Istvan P. Szekely (2009):** The financial crisis and potential growth – Policy challenges for Europe. ECFIN Economic Brief, Issue 3, June. Brüssel. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications).

**Lessard, Donald R. (1989):** Beyond the Debt Crisis: Alternative Forms of Financing Growth. In: Ishrat Husain und Ishac Diwan (Hrsg.): Dealing with the Debt Crisis. Washington, D.C., S. 294-306.

**MoF – Ministry of Finance (2010a):** Update of the Hellenic Stability and Growth Programme. Athen.

**MoF – Ministry of Finance (2010b):** General Accounting Office: Government Securities Auctions – Historical Data. Athen.

**Smeets, Heinz-Dieter (2010):** Die Finanzkrise – Schrecken ohne Ende? In: Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2009. Düsseldorf, S. 315-335.

**Smeets, Heinz-Dieter und Jörg Thieme (2005):** Der Stabilitäts- und Wachstumspakt – Lästiges Übel oder notwendige Schranke? In: Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2004. Düsseldorf, S. 325-339.

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

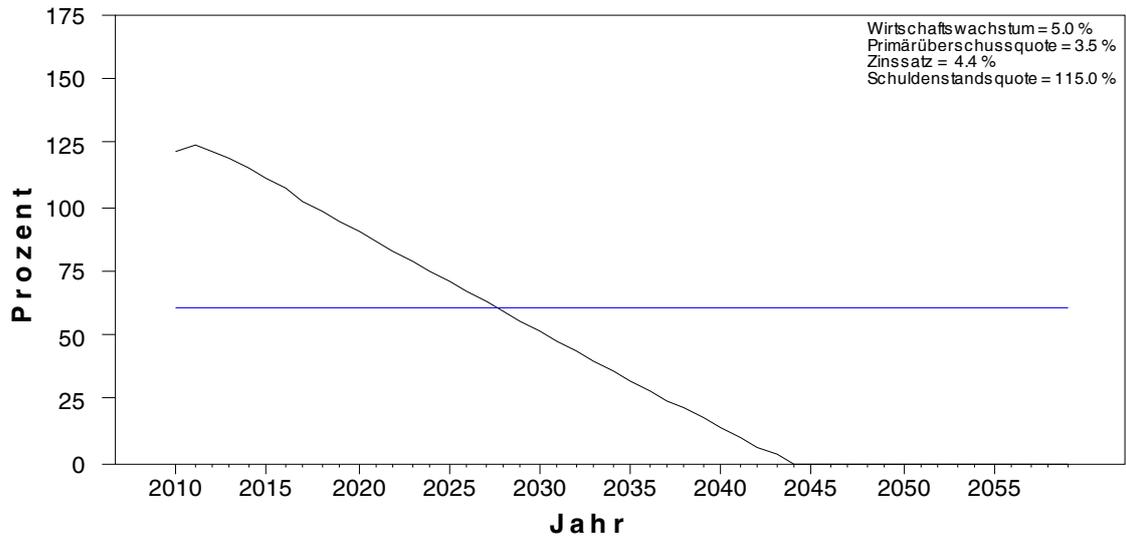


Abbildung 1: Baseline-Szenario 11 (W1/P1)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

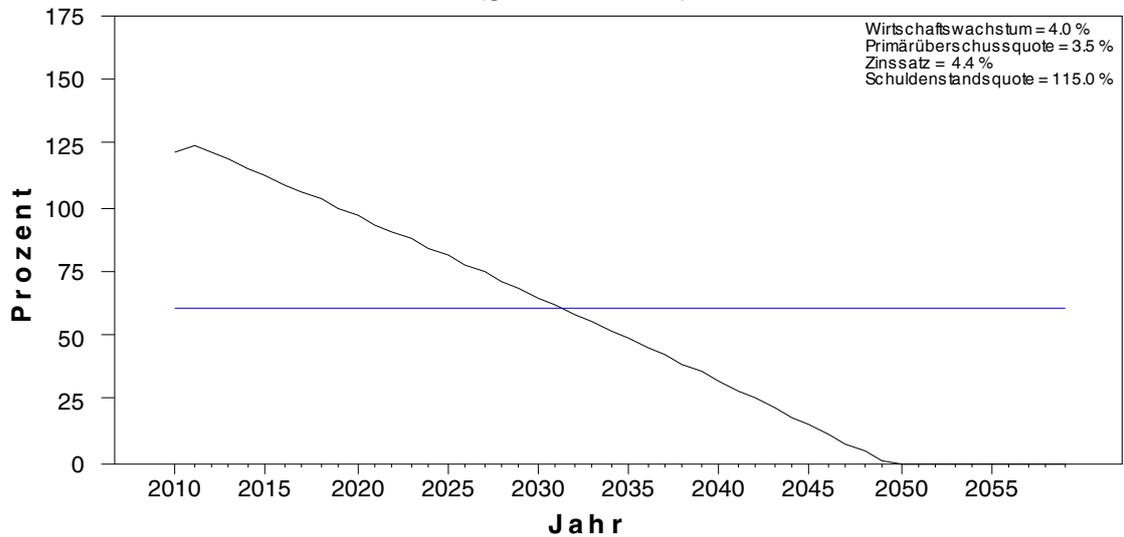


Abbildung 2: Baseline-Szenario 21 (W2/P1)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

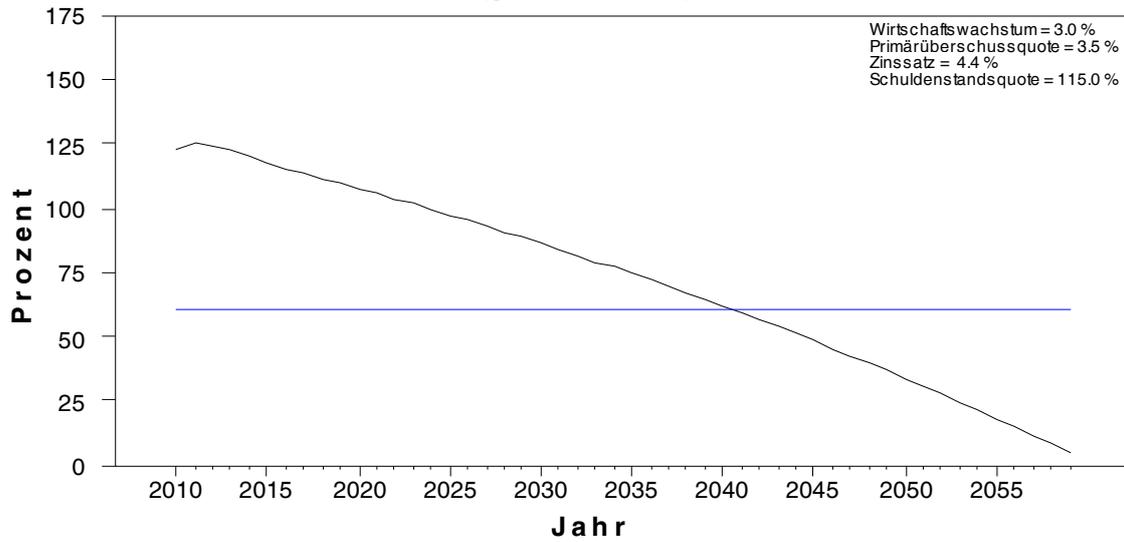


Abbildung 3: Alternativ-Szenario 1 (W3/P1)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

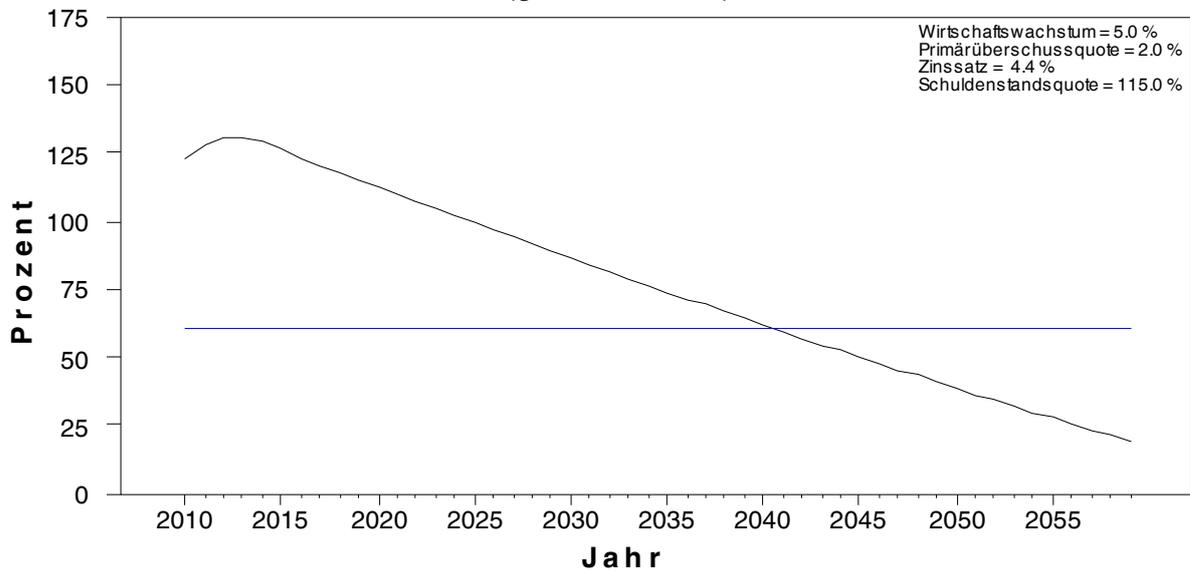


Abbildung 4: Baseline-Szenario 12 (W1/P2)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

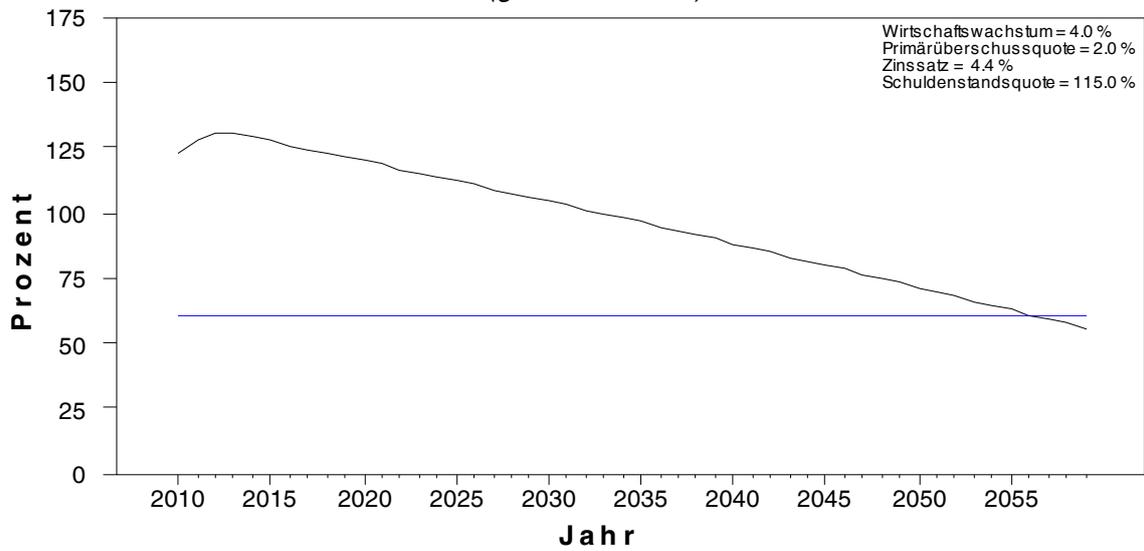


Abbildung 5: Baseline-Szenario 22 (W2/P2)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

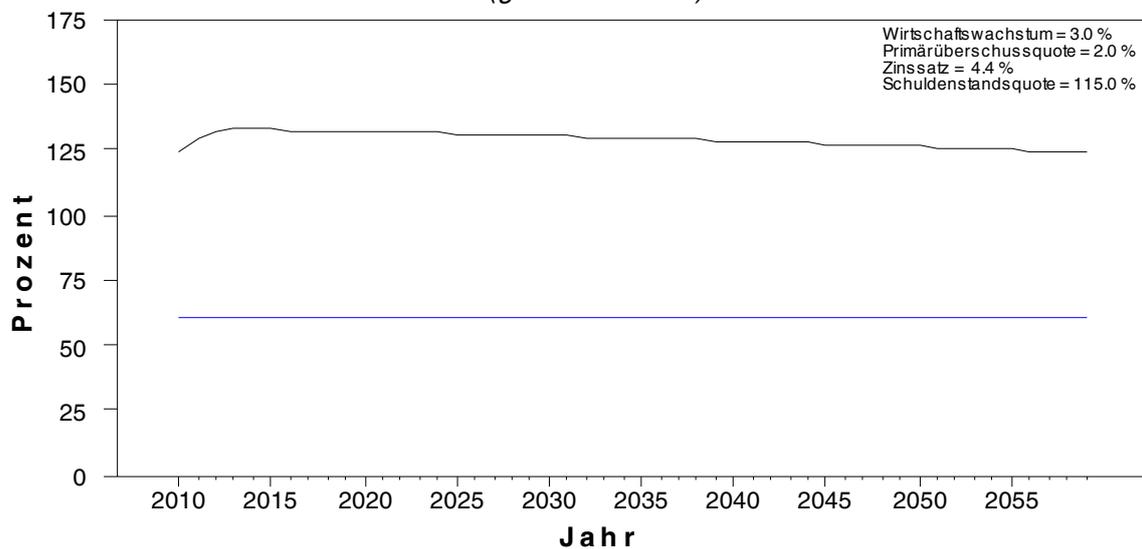


Abbildung 6: Alternativ-Szenario 2 (W3/P2)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

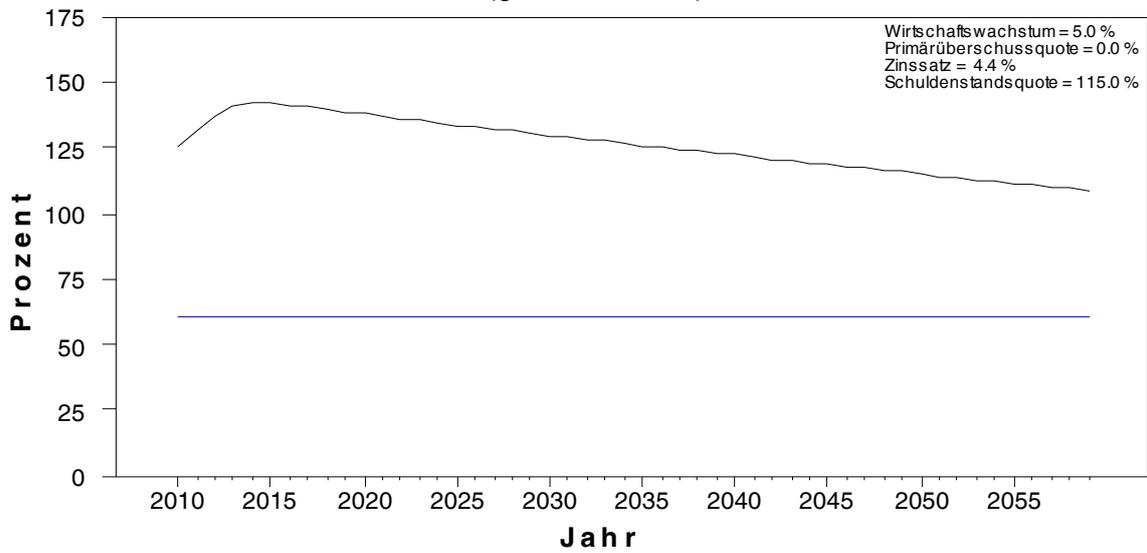


Abbildung 7: Baseline-Szenario 13 (W1/P3)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

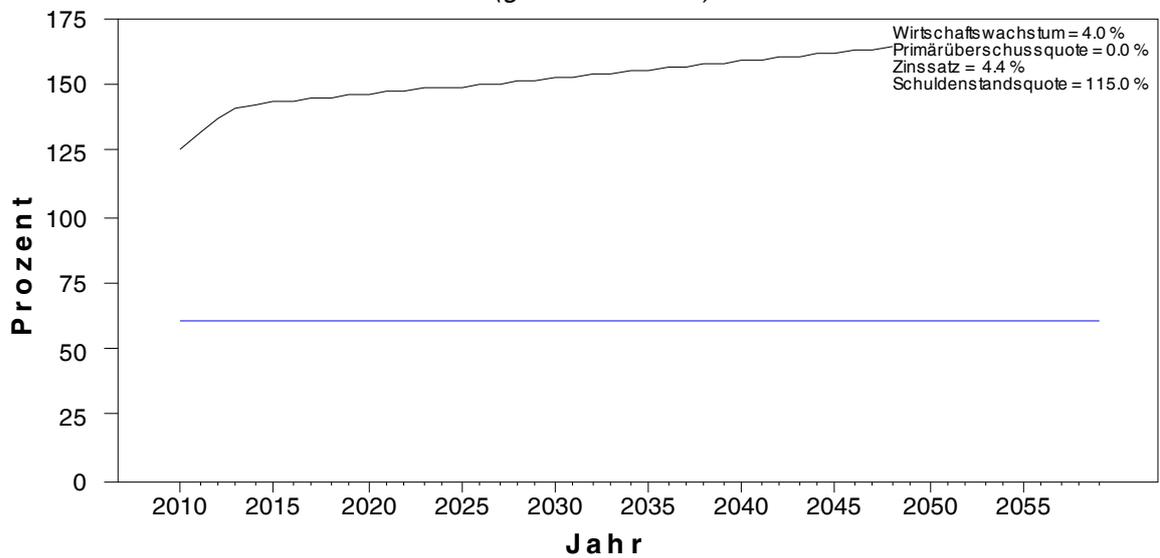


Abbildung 8: Baseline-Szenario 23 (W2/P3)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

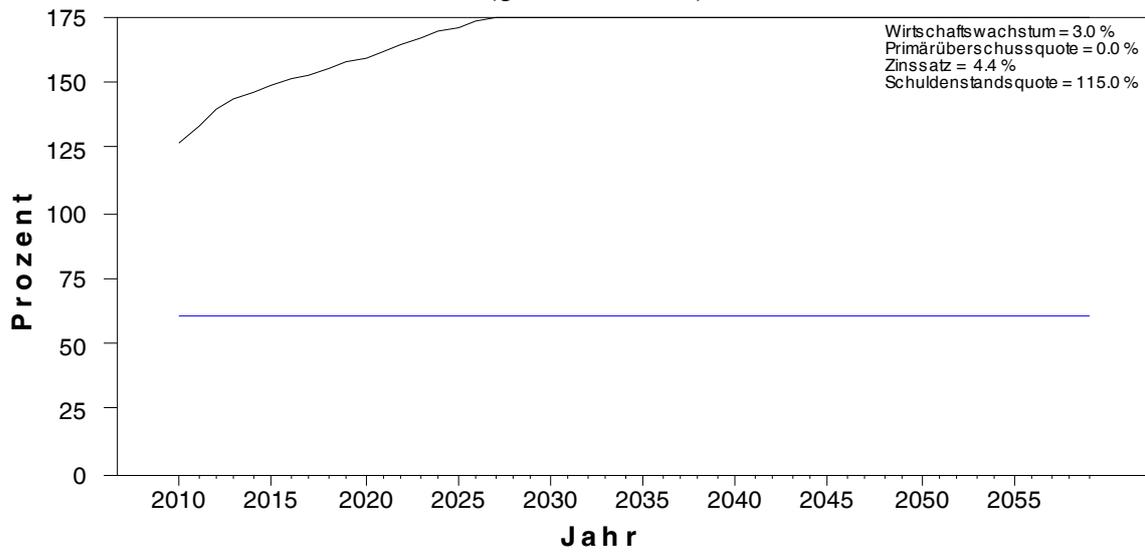


Abbildung 9: Alternativ-Szenario 3 (W3/P3)

## Schuldenstandsquote

(gemessen am BIP)

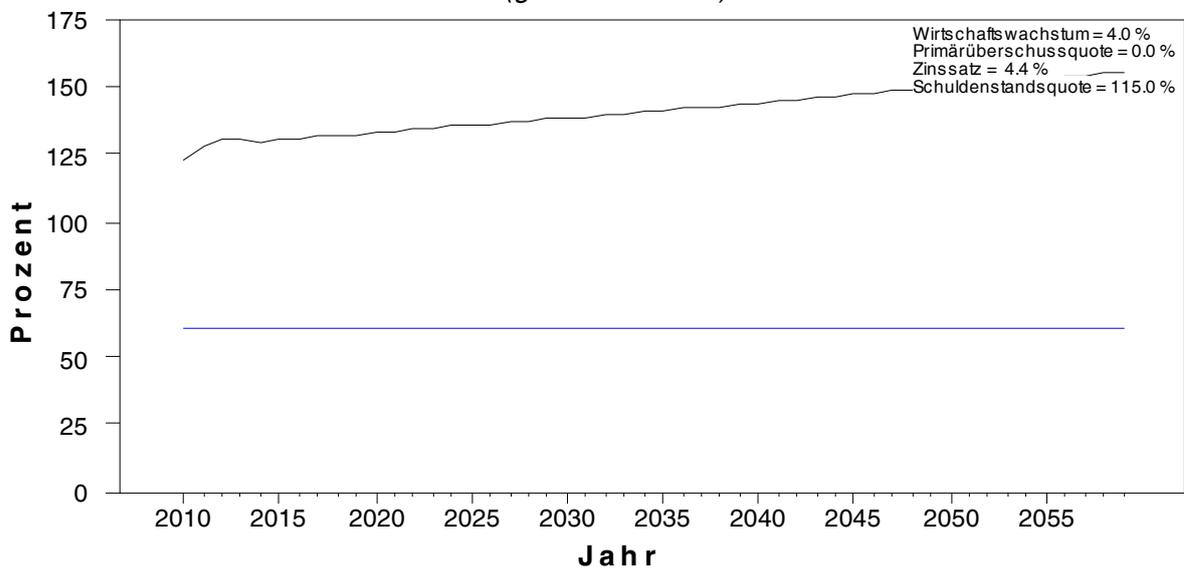


Abbildung 10: Baseline-Szenario 24

**The following ROME Discussion Papers have been published since 2007:**

- |   |      |  |  |
|---|------|--|--|
| 1 | 2007 | Quo vadis, Geldmenge? Zur Rolle der Geldmenge für eine moderne Geldpolitik                                       | Egon Görgens<br>Karlheinz Ruckriegel<br>Franz Seitz  |
| 2 | 2007 | Money and Inflation. Lessons from the US for ECB Monetary Policy   | Ansgar Belke<br>Thorsten Polleit                     |
| 3 | 2007 | Two-Pillar Monetary Policy and Bootstrap Expectations  | Heinz-Peter Spahn                                    |
| 4 | 2007 | Money and Housing – Evidence for the Euro Area and the US  | Claus Greiber<br>Ralph Setzer                        |
| 5 | 2007 | Interest on Reserves and the Flexibility of Monetary Policy in the Euro Area                                     | Ulrike Neyer   |
| 1 | 2008 | Money: A Market Microstructure Approach  | Malte Krueger  |
| 2 | 2008 | Global Liquidity and House Prices: A VAR Analysis for OECD Countries   | Ansgar Belke<br>Walter Orth<br>Ralph Setzer          |
| 3 | 2008 | Measuring the Quality of Eligible Collateral   | Philipp Lehmbecker<br>Martin Missong                 |
| 4 | 2008 | The Quality of Eligible Collateral and Monetary Stability: An Empirical Analysis                                 | Philipp Lehmbecker                                   |
| 5 | 2008 | Interest Rate Pass-Through in Germany and the Euro Area  | Julia von Borstel                                    |
| 1 | 2009 | Interest Rate Rules and Monetary Targeting: What are the Links?  | Christina Gerberding<br>Franz Seitz<br>Andreas Worms |
| 2 | 2009 | Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness          | Ansgar Belke<br>Gunther Schnabl<br>Holger Zemanek    |
| 3 | 2009 | A Simple Model of an Oil Based Global Savings Glut – The “China Factor” and the OPEC Cartel                      | Ansgar Belke<br>Daniel Gros                          |
| 4 | 2009 | Die Auswirkungen der Geldmenge und des Kreditvolumens auf die Immobilienpreise – Ein ARDL-Ansatz für Deutschland | Ansgar Belke   |

5	2009	Does the ECB rely on a Taylor Rule? Comparing Ex-Post with Real Time Data	Ansgar Belke Jens Klose
6	2009	How Stable Are Monetary Models of the Dollar-Euro Exchange Rate? A Time-varying Coefficient Approach	Joscha Beckmann Ansgar Belke Michael Kühl
7	2009	The Importance of Global Shocks for National Policymakers – Rising Challenges for Central Banks	Ansgar Belke Andreas Rees
8	2009	Pricing of Payments	Malte Krüger
1	2010	(How) Do the ECB and the Fed React to Financial Market Uncertainty? The Taylor Rule in Times of Crisis	Ansgar Belke Jens Klose
2	2010	Monetary Policy, Global Liquidity and Commodity Price Dynamics	Ansgar Belke Ingo G. Bordon Torben W. Hendricks
3	2010	Is Euro Area Money Demand (Still) Stable? Cointegrated VAR versus Single Equation Techniques	Ansgar Belke Robert Czudaj
4	2010	European Monetary Policy and the ECB Rotation Model Voting Power of the Core versus the Periphery	Ansgar Belke Barbara von Schnurbein
5	2010	Short-term Oil Models before and during the Financial Market Crisis	Jörg Clostermann Nikolaus Keis Franz Seitz
6	2010	Financial Crisis, Global Liquidity and Monetary Exit Strategies	Ansgar Belke
7	2010	How much Fiscal Backing must the ECB have? The Euro Area is not the Philippines	Ansgar Belke
8	2010	Staatliche Schuldenkrisen – Das Beispiel Griechenland	Heinz-Dieter Smeets