

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Smeets, Heinz-Dieter

Working Paper

## Staatsschuldenkrise in Europa: Ist die Finanzierung der Schuldnerländer alternativlos?

DICE ordnungspolitische Perspektiven, No. 20

**Provided in cooperation with:**

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Suggested citation: Smeets, Heinz-Dieter (2011) : Staatsschuldenkrise in Europa: Ist die Finanzierung der Schuldnerländer alternativlos?, DICE ordnungspolitische Perspektiven, No. 20, <http://hdl.handle.net/10419/51560>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

# ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Nr 20

Staatsschuldenkrise in  
Europa – Ist die  
Finanzierung der  
Schuldnerländer  
alternativlos?

Heinz-Dieter Smeets

November 2011

## IMPRESSUM

### ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Veröffentlicht durch:

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

### Herausgeber:

Prof. Dr. Justus Haucap

Düsseldorfer Institut für Wettbewerbsökonomie (DICE)

Tel: +49(0) 211-81-15125, E-Mail: [justus.haucap@dice.uni-duesseldorf.de](mailto:justus.haucap@dice.uni-duesseldorf.de)

### ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Alle Rechte vorbehalten. Düsseldorf 2011

ISSN 2190-992X (online) - ISBN 978-3-86304-620-0

# Staatsschuldenkrise in Europa – Ist die Finanzierung der Schuldnerländer alternativlos?

von

Heinz-Dieter Smeets\*

November 2011

## Abstract

Der vorliegende Beitrag führt einen Vergleich zwischen der bisher dominierenden Finanzierung von Schuldnerstaaten auf der einen Seite und der Insolvenz solcher Länder, verbunden mit einer Rekapitalisierung der Banken, auf der anderen Seite durch. Hierzu werden die mit den beiden Strategien verbundenen Kosten gegenübergestellt und – unter möglichst realistischen Annahmen – miteinander verglichen. Im Mittelpunkt dieser Überlegungen steht Griechenland, weil die Probleme dort am gravierendsten sind. Gleichwohl wird bei den entsprechenden Vergleichen immer auch berücksichtigt, dass es zu so genannten Dominoeffekten kommen kann – also andere Mitgliedsländer durch Maßnahmen gegenüber Griechenland angesteckt und ebenfalls zu Krisenländern werden könnten.

JEL Klassifikation: F34, G15, H63, H68

Stichwörter: Staatsschuldenkrise, Schuldentragfähigkeit, Dominoeffekte, Bankenrekapitalisierung, Währungsunion, Euro,

---

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

Die nachfolgenden Überlegungen wurden im „Dialog Handwerk 2/2011“ publiziert. Mein besonderer Dank gilt Herrn Professor Wolfgang Schulhoff, Präsident des Nordrhein-Westfälischen Handwerkstages, Herrn Dipl.-Volksw. Josef Zipfel, Hauptgeschäftsführer des Nordrhein-Westfälischen Handwerkstages, sowie Herrn Dr. Thomas Köster, Leiter des Kompetenzzentrums Soziale Marktwirtschaft des Nordrhein-Westfälischen Handwerkstages, die diese Studie initiiert und mit konstruktiven Anregungen begleitet haben. Sie haben ferner die Erlaubnis für eine weitere Veröffentlichung in dieser Reihe erteilt. Darüber hinaus danke ich meinen Mitarbeiterinnen, Frau Laura Cüppers und Frau Rebecca Rothe, sowie meinen Mitarbeitern, Herrn Christian Fürtjes und Herrn Lucas Kramer, für anregende Diskussionen, Hinweise und Unterstützung bei der Drucklegung. Für alle verbliebenen Irrtümer und Fehler bin ich natürlich alleine verantwortlich.

### **Angaben zur Erstveröffentlichung**

Schriftenreihe:  
Dialog Handwerk 2/2011

Herausgeber:  
Nordrhein-Westfälischer Handwerkstag

Verantwortlich:  
Josef Zipfel

Redaktion:  
Dr. Thomas Köster,  
Kompetenzzentrum Soziale Marktwirtschaft

Gestaltung:  
Andreas Babel

ISSN: 0178-7012

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung .....	1
2. Fiskalische Rahmenbedingungen in der EWU.....	3
3. Rettungspakete .....	6
4. Dynamik der Staatsverschuldung.....	15
5. Das zweite Griechenland-Hilfspaket.....	19
6. Ist Griechenland damit dauerhaft gerettet? .....	22
7. Erneute Umschuldung 2020? .....	26
8. Umschuldung Griechenlands zeitnah.....	28
9. Systemische Risiken.....	30
10. Austritt Griechenlands aus der EWU .....	43
11. Längerfristige Aussichten – wie lassen sich künftige Krisen vermeiden?.....	45
12. Fazit.....	49
Anhang .....	52
Literatur.....	67

## 1. Einleitung

Die Europäische Währungsunion (EWU) befindet sich in einer schweren Krise. Verursacht wurde sie durch eine nicht mehr an den privaten Kapitalmärkten zu finanzierende Staatsverschuldung einiger Mitgliedsländer, an deren Spitze Griechenland, Irland und Portugal stehen. Seit Mai 2010, als Griechenland als erstes Mitglied der Euro-Zone um finanziellen Beistand bat, erscheinen täglich neue Hiobsbotschaften in den Medien. Am 29. September 2011 hat nun – als vorläufiger Höhepunkt – der Deutsche Bundestag mit großer Mehrheit der Erweiterung des Euro-Rettungsschirms (EFSF = Europäische Finanz-Stabilisierungs-Faszilität) zugestimmt. Die zahlreichen Diskussionen im Vorfeld dieser Abstimmung haben jedoch gezeigt, dass die Rettung in Form immer neuer Finanzierungshilfen keineswegs unumstritten ist. Befürchtet werden hohe finanzielle Lasten (in der Zukunft) – auch und insbesondere für den deutschen Steuerzahler. Ferner werden die Zweifel immer größer, dass mit diesem erneuten Rettungspaket die Probleme abschließend gelöst wurden.

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

Von Seiten der Bundesregierung – insbesondere in Person von Bundeskanzlerin Merkel – werden die bisher ergriffenen (Finanzierungs-)Maßnahmen hingegen durchweg als „alternativlos“ bezeichnet. Den Gegenstand der folgenden Überlegungen bildet daher ein Vergleich zwischen der bisher dominierenden Finanzierung von Schuldnerstaaten auf der einen Seite und der Insolvenz solcher Länder, verbunden mit einer Rekapitalisierung der Banken, auf der anderen Seite. Hierzu werden die mit den beiden Strategien verbundenen Kosten gegenübergestellt und – unter möglichst realistischen Annahmen – miteinander verglichen. Im Mittelpunkt dieser Überlegungen steht Griechenland, weil die Probleme dort am gravierendsten sind. Gleichwohl wird bei den entsprechenden Vergleichen immer auch berücksichtigt, dass es zu so genannten Dominoeffekten kommen kann – also andere Mitgliedsländer durch Maßnahmen gegenüber Griechenland angesteckt und ebenfalls zu Krisenländern werden.

---

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

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

Den Ausgangspunkt dieser Überlegungen bilden die aktuellen fiskalischen Rahmenbedingungen in der EWU sowie die bisher beschlossenen „Rettungspakete“. Die anschließenden Ausführungen zur Dynamik der Staatsverschuldung bilden dann die Grundlage für die folgende Tragfähigkeitsanalyse der griechischen Staatsverschuldung. Dabei werden mit Hilfe alternativer Szenarien die Chancen Griechenlands erörtert, in absehbarer Zeit zu einer aus eigener Kraft tragfähigen Haushaltssituation zurückzukehren. Eingegangen wird in diesem Zusammenhang auch auf die Probleme eines Austritts Griechenlands aus der Währungsunion. Vor diesem Hintergrund werden die Möglichkeiten und Kosten alternativer Strategien gegenübergestellt und gegeneinander abgewogen. Die abschließenden Überlegungen gehen insbesondere auf die Frage ein, wie in der Übergangsphase reagiert werden kann und wie in Zukunft neue Krisen vermieden werden können.

Nicht ausführlich wird hingegen die Frage diskutiert, ob es sich bei der vorliegenden Krise um eine Euro-(Währungs-)Krise handelt oder um eine Staatsschuldenkrise einzelner Mitgliedsländer der EWU.<sup>3</sup> Ebenfalls wird in diesem Beitrag nicht untersucht, wie groß die Vorteile insbesondere Deutschlands durch die EWU sowie den Euro sind und ob dies die Übernahme von Kosten an anderer Stelle rechtfertigt. Dies gilt auch für politische bis hin zu „friedensstiftenden“ Nutzen, da diese individuell höchst unterschiedlich eingeschätzt werden können. Gleichwohl soll mit diesem Beitrag dem Eindruck entgegengewirkt werden, dass Volkswirte zum Leidwesen der Politik dafür bekannt sind, eine Vielzahl von Meinungen zu vertreten, anstatt einhellig Politikvorschläge zu formulieren.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Vgl. hierzu etwa Smeets (2010).

<sup>4</sup> Vgl. Bindseil und Modery (2011, S.215).

## 2. Fiskalische Rahmenbedingungen in der EWU

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

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

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

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

Betrachtet man vor diesem Hintergrund die Entwicklung der Risikoprämien – hier gemessen als Differenz der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen eines Landes im Verhältnis zu entsprechenden deutschen Staatsanleihen – in Abbildung 1, dann zeigt sich, dass bis Mitte 2009 trotz deutlicher Verschuldungsunterschiede<sup>5</sup> keine signifikanten Risikoprämien zu beobachten waren. Grund dafür war die mangelnde

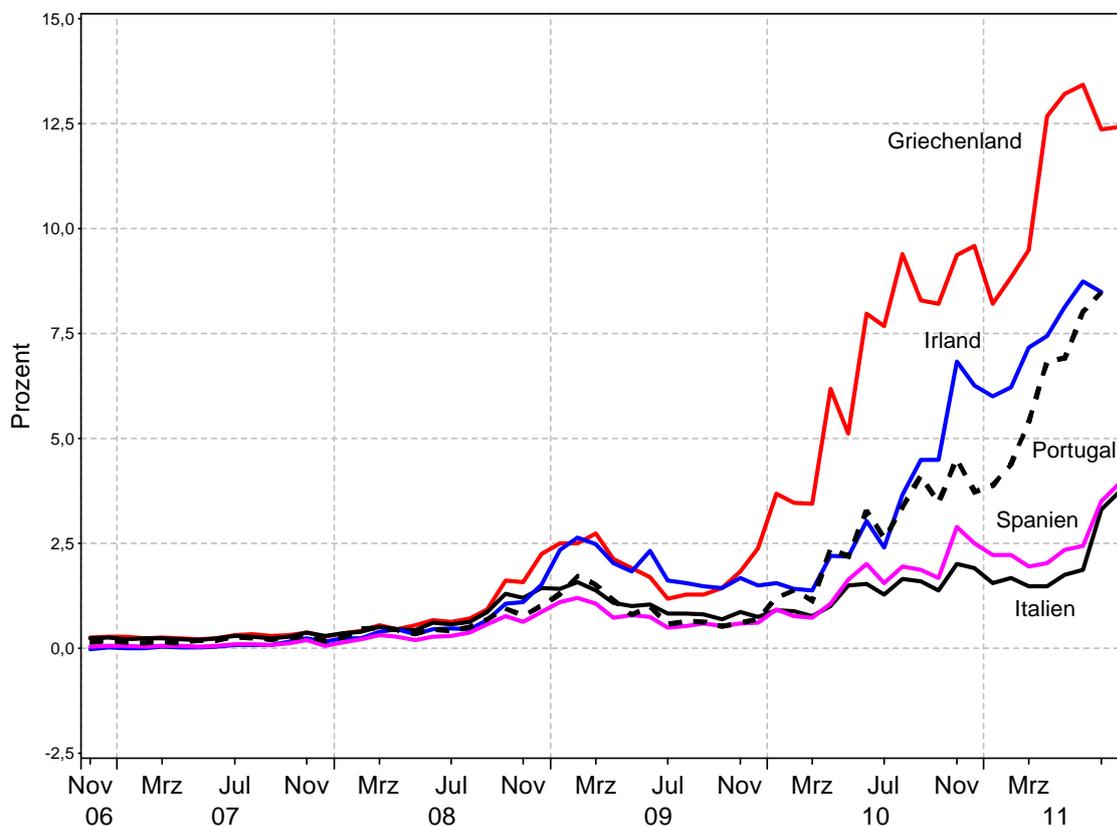
---

<sup>5</sup> Die Verschuldungsunterschiede reichten im Jahr 2007 von einer Schuldenstandsquote von 25 Prozent für Irland über 36 Prozent für Spanien, 65 Prozent für Deutschland, 104 Prozent für Italien bis hin zu 111 Prozent für Griechenland. Vgl. hierzu Europäische Kommission (2011a).

Glaubwürdigkeit der No-bail-out-Klausel<sup>6</sup>. Rechnet man nämlich mit einem Bail-out, also der Rettung durch die Allgemeinheit, dann sind Risikoprämien irrelevant. Ein erster Anstieg war zwar im Zuge der Finanzkrise zu beobachten, aber erst Ende 2009, als die Probleme Griechenlands immer deutlicher und größer wurden, stieg dessen Risikoprämie erheblich an. Man bekam wohl Zweifel daran, ob die übrigen Mitgliedsländer den griechischen Finanzierungsbedarf tatsächlich aufzubringen bereit wären.

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

**Abbildung 1: Risikoprämien ausgewählter Euro-Mitgliedsländer**



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

Das zweite fiskalische Element der EWU bildet der SWP. Bereits während der Diskussionen im Vorfeld der dritten Stufe der Währungsunion maß man – zu

<sup>6</sup> Vgl. zur Problematik des (No-)bail-outs im Zusammenhang mit Griechenland etwa Schrader und Laaser (2010).

Recht, wie sich gezeigt hat – dem gegenseitigen Haftungsausschluss (No-bail-out-Klausel) keine hohe Glaubwürdigkeit bei, so dass man den SWP als eine Art „zweite Verteidigungslinie“ für fiskalische und monetäre Stabilität in die Rahmenbedingungen der EWU aufnahm. Er wurde 1997 auf Initiative des deutschen Finanzministers Waigel abgeschlossen und ist im Art. 126 AEU Vertrag und dem angefügten Protokoll Nummer 12 verankert. Obgleich die fiskalischen Ziele ähnlich lauten wie diejenigen des Maastricht-Vertrags, ist der Geltungsbereich doch ganz unterschiedlich. Während nämlich die fiskalischen Kriterien des Maastricht-Vertrags bei beziehungsweise vor der Aufnahme eines Landes in die EWU Anwendung finden, wird der SWP gerade dann relevant, wenn ein Land bereits Mitglied der EWU ist – also das Aufnahmeverfahren erfolgreich überstanden hat.<sup>7</sup>

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

Hinzu kam, dass Deutschland und Frankreich in den Jahren 2003 und 2004 eine Defizitquote von über 3 Prozent gemessen am BIP aufwiesen und damit gegen den SWP verstießen. Statt sich jedoch einem entsprechenden Defizitverfahren zu unterwerfen, kam es auf politischen Druck hin zu einer Aussetzung der Verfahren. Zugleich versuchte man, den ursprünglich auf eigene Initiative hin eingeführten SWP aufzuweichen. Diese Bemühungen zeigten Erfolg, so dass die ursprüngliche Fassung des SWP durch eine Vorlage des ECOFIN-Rats zur „Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ konkretisiert wurde, die der Europäische Rat auf seiner Frühjahrstagung in Brüssel am 22. und 23. März 2005 billigte. Schon damals schrieb die Deutsche Bundesbank: „Es liegt nun an den nationalen Regierungen, durch eine umsichtige Finanzpolitik die Befürchtung zu zerstreuen, mit der Änderung des Paktes sei das Ziel nachhaltig solider Staatsfinanzen de facto aufgegeben worden.“<sup>8</sup>

Zu diesen institutionellen Verfehlungen kamen folgende Entwicklungen hinzu:

- Die für alle Mitgliedsländer niedrigen Zinssätze (siehe auch Abb. 1) wurden insbesondere von den heutigen Problemländern und deren Regierungen nicht investiv sondern in großem Umfang konsumtiv genutzt. Dies hat zur Folge, dass nun Einnahmen aus rentablen Projekten fehlen, um den Schuldendienst zu leisten.
- Am 15. September 2008 kam es zur Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, die zu einer Vertrauenskrise innerhalb

---

<sup>7</sup> Siehe hierzu etwa Smeets und Thieme (2004).

<sup>8</sup> Bundesbank (2005, S. 15).

des gesamten internationalen Bankensystems und zu einer allgemeinen Bankenkrise führte. Banken mussten durch staatliche Hilfsprogramme gerettet werden, wodurch die Staatsausgaben zum Teil erheblich belastet wurden.<sup>9</sup>

- Daran schloss sich eine allgemeine weltweite Wirtschaftskrise an, deren Ausmaß alle Krisen nach dem Zweiten Weltkrieg überstieg. Diese Krise wurde in fast allen Ländern durch keynesianisch geprägte Ausgabenprogramme bekämpft, die zu stark ansteigenden Staatsausgaben führten.

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

### **3. Rettungspakete**

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

Doch bereits eine Woche später, am 9. Mai 2010, einigten sich die Euro-Mitgliedsländer und der IWF auf einen weiteren, 750 Mrd. Euro umfassenden Rettungsfonds (EFSF) – angeblich, um eine riesige Spekulationswelle abzuwenden und, in den Worten von Bundeskanzlerin Merkel, „das Geld der Menschen in Deutschland zu schützen“. Zusätzlich wurde die EZB erfolgreich bedrängt, sich an dem Rettungspaket durch den Ankauf von Staatsschuldverschreibungen gefährdeter Euro-Staaten am Sekundärmarkt zu beteiligen. Diese zweite Hilfsaktion – das Euro-Rettungspaket – wird zu 440 Mrd. Euro von den übrigen Euro-Mitgliedsländern, zu 60 Mrd. Euro von der EU-Kommission (EFSM) und zu 250 Mrd. Euro vom IWF finanziert. Beide Rettungspakete laufen 2013 aus. Deutschland ist daran mit Garantien in Höhe von 119 Mrd. Euro beteiligt.

Ende März 2011 haben nun die Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedsländer ein weiteres Paket zur „Neugestaltung der Währungsunion“ beschlossen. Zentrales Element ist der neue permanente Rettungsfonds [Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)], der den jetzt bestehenden temporären Rettungsschirm (EFSF) Mitte 2013 ablösen wird. Die in diesem Zusammenhang vereinbarte Aufstockung der effektiven Kreditvergabesumme auf 440 Mrd. Euro soll aber bereits in nächster Zukunft (September/Oktober 2011) durch die EFSF bereitges-

---

<sup>9</sup> Vgl. zur Finanzkrise etwa Michler und Smeets (2011).

tellt werden. Dies würde den deutschen Garantierahmen (bis zur Einführung des ESM) auf 211 Mrd. Euro erhöhen. Für Bundeskanzlerin Angela Merkel hat damit „der Euro seine erste wichtige Bewährungsprobe bestanden“. Gegenstand dieser „Neugestaltung der Währungsunion“ sind die in Abbildung 2 zusammengefassten Punkte:

**Abbildung 2: Maßnahmen zur „Neugestaltung der Währungsunion“**

<b>Ziele</b>	<b>Ansatzpunkte</b>	<b>Instrumente</b>
<b>Notfallhilfe</b>	<b>Finanzielle Hilfspakete</b>	<b>Bis 2013: EFSF, EFSM Ab 2013: ESM</b>
<b>Krisenprävention</b>	<b>Staatsverschuldung, Wachstum, Wettbewerbsfäh.</b>	<b>SWP Euro-Plus-Pakt Überwachung</b>
<b>Krisenbewältigung</b>	<b>Mithaftung privater Gläubiger</b>	<b>Insolvenzordnung</b>

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an BMF (2011).

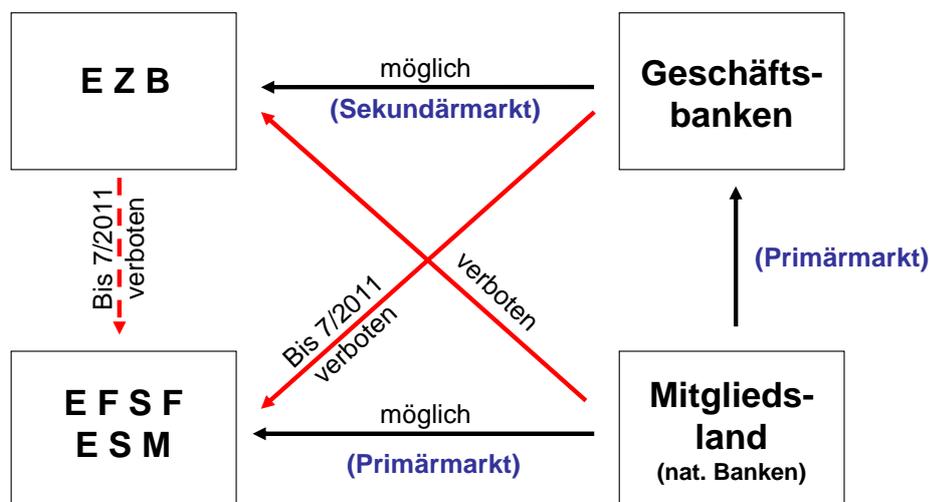
### **Permanenter Rettungsfonds**

Der ESM soll ein maximales Kreditvolumen von 500 Mrd. Euro zur Verfügung stellen können. Um dem Fonds das angestrebte Top-Rating (AAA) zu ermöglichen, wird er mit einer Garantiesumme von 700 Mrd. Euro ausgestattet. Deutschland wird sich daran – nach Maßgabe der Kapitalanteile an der EZB<sup>10</sup> – mit einem Gesamtbetrag von etwa 190 Mrd. Euro beteiligen, von denen rund 22 Mrd. Euro in Form einer Bareinlage erbracht werden müssen, der Rest in Form von Bürgschaften. Da diese Bareinlage auch den deutschen Haushalt und die Neuverschuldung erheblich belastet hätte, hat die Bundeskanzlerin statt zweier Zahlungen in den Jahren 2013 und 2014 eine Ratenzahlung ausgehandelt, bei der im Jahre 2013 nur 4,5 Mrd. Euro zu zahlen sind und der Rest in gleichen Raten in den folgenden vier Jahren. In Anspruch nehmen kann man entsprechende Mittel, wenn die Euro-Zone als Ganze durch die Zahlungsschwierigkeiten des betroffenen Landes bedroht ist und die Euro-Mitgliedsländer die Hilfen einstimmig beschließen. Diese „Hürde“ sollte allerdings für jedes Land leicht zu überspringen sein, werden doch jetzt bereits bedrohte Länder massiv gedrängt, Hilfen in Anspruch zu nehmen.

<sup>10</sup> Vgl. Abbildung A1.1 in Anhang 1.

Dem permanenten Rettungsfonds ESM wurde im März 2011 zunächst zugestanden, Staatsschuldtitel von (bedrohten) Mitgliedsländern zu kaufen. Dies war allerdings nur am Primärmarkt erlaubt und stellte damit „lediglich“ eine alternative Variante der Kreditvergabe an diese Länder dar. Ausgeschlossen war hingegen zunächst ein Kauf am Sekundärmarkt. Diese Möglichkeit wurde jedoch im Rahmen des zweiten Griechenlandprogramms vom 21. Juli 2011 zusätzlich eröffnet – und zwar nicht nur für Staatsanleihen solcher Länder, die einer Rettungsmaßnahme unterliegen, sondern auch vorsorglich für alle anderen Mitgliedsländer, die in Schwierigkeiten zu geraten drohen. Damit könnte der EFSF/ESM auch Staatsanleihen von der EZB zurückkaufen, die diese in den vergangenen Monaten im Wert von etwa 180 Mrd. Euro aufgekauft hat. Letztlich würde das aber nur eine Verlagerung der Risiken von einer staatlichen Institution auf eine andere bedeuten. Diese Sichtweise kann man trotz der (formalen) Unabhängigkeit der EZB sicherlich einnehmen, da sie in diesem Fall eindeutig staatliche Interessenpolitik betrieben hat. Erschwerend kommt hinzu, dass sich auch private Gläubiger wie Banken und Versicherungen auf diese Weise ihrer Risiken entledigen können – und zwar alle auf Kosten des Staates beziehungsweise der Steuerzahler. Abbildung 3 fasst die möglichen Kreditbeziehungen zusammen:

**Abbildung 3: Handel mit Staatsanleihen in der EWU**



Quelle: Eigene Darstellung.

## Euro-Plus-Pakt

Durch den „Euro-Plus-Pakt“ soll die Wettbewerbsfähigkeit der Länder gestärkt und damit alte Krisen bewältigt und neue vermieden werden. Die Teilnahme am Pakt ist für die 17 Euro-Mitgliedsländer obligatorisch, die vereinbarten Ziele sind jedoch unverbindlich, Sanktionen bei Nichterfüllung sind nicht vorgesehen. Länder wie Großbritannien, Schweden, Tschechien und Ungarn haben es vorgezogen, sich

dem Pakt erst gar nicht anzuschließen. Ein solcher Pakt wird also nur einen sehr geringen Einfluss ausüben. Im Grenzfall wird sich jedes Land auf seine nationalstaatliche Souveränität berufen und sich jegliche Einmischung in „interne Angelegenheiten“ verbieten. Eigentlich müsste es doch im Interesse jedes einzelnen Landes selbst sein, seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, um auf diese Weise nicht in eine Schuldenkrise zu geraten beziehungsweise um eine solche bewältigen zu können. Entsprechende Maßnahmen sollten daher eher Bestandteil der Auflagenpolitik bei der Kreditvergabe („Konditionalität“) – etwa im Rahmen eines geschärften Stabilitätspaktes – sein, und nicht einem Gremium ohne Entscheidungskompetenz überlassen bleiben.

### **Strengere Regeln des Stabilitätspaktes**

Am 4. Oktober 2011 haben die Finanzminister der Euro-Zone im Rahmen eines Maßnahmenpakets<sup>11</sup> („six-pack“) die Neufassung des SWP verabschiedet, die Anfang 2012 in Kraft treten soll. Sie betrifft sowohl die präventive als auch die korrektive Komponente des SWP. Die präventive Komponente setzt dabei am generellen mittelfristigen Ziel eines (nahezu) ausgeglichenen Haushalts an. Allgemein soll dies zu einer vorsichtigen Haushaltspolitik in den Mitgliedsländern führen. Um ihre Anstrengungen in diese Richtung zu dokumentieren, sind die Mitgliedstaaten weiterhin aufgefordert, Stabilitäts- und Konvergenzprogramme zu erstellen. Von denjenigen Ländern, die das mittelfristige Ziel noch nicht erreicht haben, wird ferner erwartet, dass sie sich diesem Ziel mit einer Rate von 0,5 Prozent des BIP pro Jahr nähern. Die vergangenen Jahre haben allerdings gezeigt, dass in diesem Bereich nur wenige Fortschritte zu verzeichnen waren, die dann im Rahmen der Krise gänzlich verloren gingen.

Bei der korrektiven Komponente stehen insbesondere die Neugestaltung der Strafverfahren sowie eine stärkere Betonung der Schuldenstandsquote bei der Beurteilung eines übermäßigen Defizits im Vordergrund. Dieser Tatbestand wurde bisher ausschließlich anhand des Drei-Prozent-Kriteriums der Neuverschuldung beurteilt. Doch bereits in der Neuregelung des SWP aus dem Jahr 2005 wurde der präventive Teil mit einer stärkeren Betonung von Sparanstrengungen in konjunkturell guten Zeiten gestärkt, ohne jedoch Anreiz- oder Sanktionsmechanismen vorzusehen, um dieses Ziel zu realisieren. Hinzu kommt, dass eine Schuldenstandsquote von über 60 Prozent bisher als unproblematisch angesehen wurde, wenn der Trend hinreichend rückläufig war – ein sehr unbestimmter Rechtsbegriff, der stets ausreichenden Interpretationsspielraum zugunsten der „Sünder“ geboten hat. Diese Versäumnisse sollen nun korrigiert werden. Übersteigt die aktuelle Schuldenstandsquote eines Landes den Grenzwert von 60 Prozent, so ist sie „hinreichend schnell“ zu reduzieren. „Hinreichend schnell“ bedeutet dabei aus Sicht der EU-Kommission einen (durchschnittlichen) Abbau der Differenz zum Grenzwert um jährlich 5 Pro-

---

<sup>11</sup> Vgl. hierzu Council of the European Union (2011). Die angenommenen Texte finden sich unter Europäisches Parlament (2011).

zent. Beträgt also die Verschuldungsquote 80 Prozent, dann ergibt sich ein (durchschnittlicher) jährlicher Konsolidierungssatz von einem Prozentpunkt ( $0,2 \times 0,05 = 0,01$ ). Wird die Schuldenstandsquote nicht hinreichend reduziert, drohen dem betreffenden Land ähnliche Sanktionen wie bei der Überschreitung der Neuverschuldungsquote.

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

Nicht durchsetzen konnte sich Bundeskanzlerin Merkel mit ihrer Forderung nach einem Stimmrechtsentzug für Schuldensünder. Dabei wäre eine solche „Strafe“ möglicherweise anreizkompatibler als Geldstrafen, die ein bereits bestehendes (übermäßiges) Defizit nur noch weiter erhöhen. Freilich würde bei einem in der Vergangenheit stets vorbildlich funktionierenden SWP das Argument greifen, dass dann – bei (erstmaligem) Fehlverhalten – entsprechende Finanzmittel zur Begleichung des Pfandes oder der Buße zur Verfügung stehen und disziplinierend wirken. Geht man jedoch von der aktuellen Situation hoher Staatsdefizite und Schuldenstände in fast allen Mitgliedsländern aus, so erscheinen Geldbußen wenig adäquat, da die Neuverschuldung nur weiter ansteigen würde. In diesem Umfeld wäre eine Aussetzung von Stimmrechten die deutlich bessere Alternative. Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen zeigt sich, dass man dabei nicht nur über eine Aussetzung des Stimmrechts im (ECOFIN-)Rat sondern insbesondere auch im EZB-Rat nachdenken sollte, um auf diesem Wege Entscheidungen „im eigenen Interesse“ zu vermeiden. Auch über die Reduktion von Zahlungen aus den Strukturfonds der EU könnte man nachdenken. Sind diese Zahlungen jedoch bereits fest

im Haushalt eines Landes „eingelant“, so wirkt eine Reduktion nicht anders als eine Geldbuße.

## **Makroökonomische Überwachung**

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

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

Die weitestgehende Neuerung in dem am 4. Oktober 2011 von den Finanzministern der Euro-Zone beschlossenen Maßnahmenpaket bildet hingegen die intensivierte Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitiken bis hin zu deren möglicher Koordination. Hierzu sollen Indikatoren entwickelt werden, die makroökonomische Ungleichgewichte oder Mängel in der Wettbewerbsfähigkeit signalisieren. Messen will man dies an Kriterien wie Leistungsbilanzsalden, Lohnstückkosten und Immobilienpreisen.<sup>12</sup> An dieser Stelle wird deutlich der Ruf nach einer europäischen Wirtschaftsregierung hörbar. Auch hier ist allerdings unklar, in welchem Umfang die Mitgliedsländer bereit und in der Lage sein werden, entsprechenden Vorgaben der Kommission zu folgen. So sind zum Beispiel die Löhne in Deutschland durch die Tarifautonomie weitgehend dem politischen Einfluss entzogen. Dies könnte aber auf der anderen Seite den Anhängern von Mindestlöhnen Rückendeckung aus dem europäischen Raum verschaffen. Versäumt es ein Mitgliedsland wiederholt, vom Rat empfohlene Maßnahmen zum Abbau übermäßiger Ungleichgewichte umzusetzen, kann eine Geldbuße in Höhe von 0,1 Prozent des Vorjahres-

---

<sup>12</sup> Vgl. hierzu Gros und Alcidi (2011).

BIP verhängt werden – und zwar so lange, bis die Anpassung vollzogen ist. Auch hier gilt die Übergangsfrist von drei Jahren nach Inkrafttreten der Regelung.

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

### **Mithaftung privater Gläubiger**

Eine Mithaftung privater Gläubiger ist frühestens ab 2013 vorgesehen. Von diesem Zeitpunkt an sollen sie an den Kosten der Insolvenz eines Staates beteiligt werden können, wobei die konkreten Regelungen noch offen sind. Liegt hingegen „nur“ eine Illiquidität des betroffenen Staates vor, dann ist die Beteiligung Privater freiwillig. Insolvenz eines Staates liegt dann vor, wenn das Nettovermögen des Staates, das sich aus dem Vermögensbestand des Staates und dem – auf den heutigen Zeitpunkt diskontierten – Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse abzüglich des Schuldenstandes ergibt, negativ ist. Insbesondere der Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ist jedoch höchst spekulativ. Zum einen ist die Budgetentwicklung selbst schwer vorherzusagen und zum anderen bleibt offen, welchen zukünftigen Zeitraum man berücksichtigen sollte. Aber auch der Vermögensbestand des Staates ist nicht einfach abzugrenzen und zu bewerten. Dies wird dann – weitgehend objektiv – möglich sein, wenn es sich etwa um staatliche Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen handelt. Neben der Bewertung selbst stellt sich aber auch die Frage, ob das gesamte Staatsvermögen zu berücksichtigen ist, oder ob es ein „Schonvermögen“ gibt, das nicht in die Ermittlung des Nettovermögens eingeht. Zu denken wäre hier etwa an die in letzter Zeit häufig angesprochenen griechischen Inseln. Aus diesen Gründen werden schwerlich eindeutig überprüfbare Aussagen über die Solvenz beziehungsweise Insolvenz eines Staates zu treffen sein. Im Gegensatz dazu ist bei Illiquidität das Nettovermögen positiv. In diesem Falle tritt

jedoch ein Liquiditätsengpass auf, etwa dadurch, dass die Verbindlichkeiten schneller fällig werden als die Forderungen.<sup>13</sup>

Das Kernproblem ist aber letztlich darin zu sehen, dass es sich bei den privaten Gläubigern in erheblichem Umfang um Banken handelt, denen man entsprechende Verluste (zumindest gegenwärtig) nicht meint zumuten zu können. Üblicherweise wird dann ein Bankrun – der sich möglicherweise noch auf andere Euro-Mitgliedsländer übertragen könnte – beschworen oder gar angedroht. Sieht man die Gefahr einer solchen Systemkrise als gegeben an, lässt sich kaum noch ein Argument gegen staatliche Hilfen vorbringen. Es bleibt aber immer noch die Frage, ob man die Schuldner(staaten) rettet, oder die Gläubiger(banken)? Die vermeintlich einfachere (politische) Lösung – die bislang vorrangig besprochen wurde – bildet dabei die Rettung des Schuldners, weil dies zugleich (aktuelle) Verluste bei den Gläubigern vermeidet, da ihre Forderungen beglichen werden können.

Implizit kann zu diesen Rettungspaketen auch die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten durch TARGET-Kredite der Deutschen Bundesbank gezahlt werden. Auf diese Problematik soll hier allerdings nicht weiter eingegangen werden.<sup>14</sup>

Abbildung 4 fasst die finanziellen Aspekte der aktuellen Rettungspakete noch einmal zusammen:

---

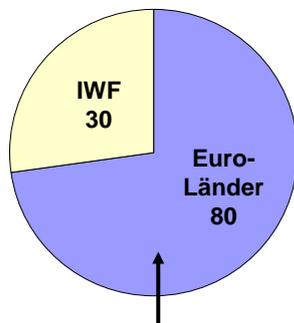
<sup>13</sup> Vgl. hierzu ausführlich Anhang 2.

<sup>14</sup> Vgl. hierzu ausführlich Sinn (2011) sowie Sinn und Wollmershäuser (2011).

## Abbildung 4: Finanzielle Rettungspakete

### Mai 2010 1. Rettungspaket für Griechenland

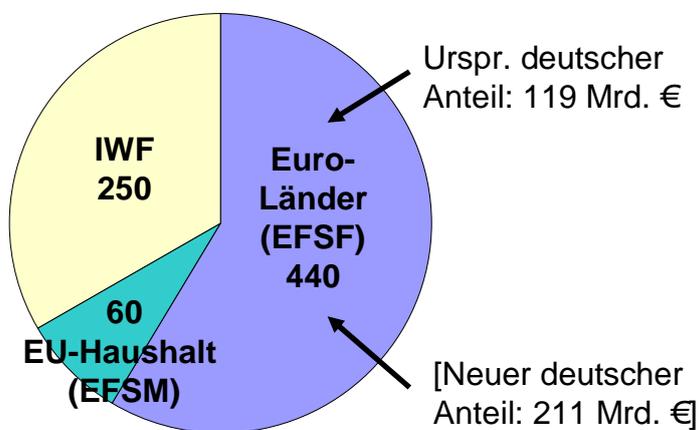
Gesamtumfang: 110 Mrd. Euro



Deutscher Anteil: bis zu 22,4 Mrd. Euro

### Mai 2010 Euro-Rettungsschirm (bis 2013)

Gesamtumfang: 750 Mrd. Euro



In Anspruch genommen von\*:

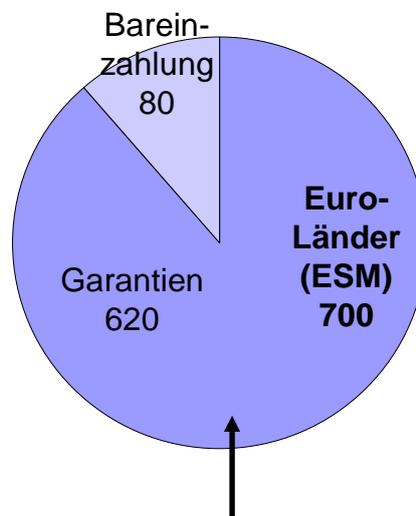
- Irland (85 Mrd. Euro)
- Portugal (78 Mrd. Euro)
- 2. Griechenlandpaket (109 Mrd. Euro\*\*)

\* Stand September 2011

\*\* Voraussichtliche Höhe

### März 2011 Europ. Stabilitätsmechanismus (ab 2013)

Gesamtumfang: 700 Mrd. Euro  
Effektive Kreditvergabesumme: 500 Mrd. €



Deutscher Anteil:

167 Mrd. Euro Garantien und  
22 Mrd. Euro Bareinzahlung  
(über 5 Jahre)

Quelle: Eigene Darstellung.

#### 4. Dynamik der Staatsverschuldung

Den Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen bildet die in Gleichung (1) dargestellte staatliche Budgetrestriktion<sup>15</sup>, die den (finanziellen) Handlungsspielraum und die Handlungsalternativen für Staaten veranschaulicht. Die linke Seite zeigt zunächst das Budgetdefizit oder den Budgetüberschuss. Die gesamten Staatsausgaben ergeben sich dabei aus den (Primär-)Ausgaben ( $G^P$ ) und den Zinszahlungen ( $i \cdot B$ ), die wiederum abhängen vom (durchschnittlichen) Zinssatz ( $i$ ), 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 Staatsschuld-papiere ausgibt ( $\Delta B = dB/dt$ ), oder er kann Kredite unmittelbar bei der Notenbank aufnehmen ( $\Delta M = dM/dt$ ), wodurch die Geldbasis ausgeweitet und längerfristig Inflation erzeugt wird. Da diese Möglichkeit in der EWU gemäß den bestehenden Vorschriften ausgeschlossen ist, soll diese Finanzierungsquelle (zunächst) nicht weiter berücksichtigt werden.

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

Haushalts-Defizit/Überschuss

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

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

<sup>15</sup> Vgl. zur staatlichen Budgetrestriktion etwa De Grauwe (2005, S. 222 ff.).

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

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

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

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

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

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

Bezeichnet man die entsprechenden Quoten mit kleinen Buchstaben (z.B.:  $g^P = G^P/Y^{\text{nom}}$ ;  $x = \text{nominales Wirtschaftswachstum} = \Delta Y^{\text{nom}}/Y^{\text{nom}}$ ), dann spiegelt Gleichung (5) die Einflussfaktoren auf die Nettoneuverschuldungsquote ( $\Delta b^{\text{Netto}}$ ) im Zeitverlauf wider.

$$(5) \quad \Delta b^{\text{Netto}} = (g^P - t) + (i - x) \cdot b$$

Die Nettoneuverschuldungs-(Defizit-)Quote ( $\Delta b^{\text{Netto}}$ ) entscheidet ferner darüber, wie sich die Schuldenstandsquote ( $b$ ) im Zeitablauf verändert. Wie Gleichung (6) zeigt, ist eine (absolute) Reduktion der Schuldenstandsquote nur dann möglich,

wenn im vorhergehenden Zeitraum eine negative Defizitquote – also ein Haushaltsüberschuss – realisiert wurde:

$$(6) \quad b_{t+1} = b_t + \Delta b_t^{\text{Netto}}$$

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

Im Gegensatz dazu ist ein Anstieg des Wirtschaftswachstums die „schmerzfreiere“ Alternative. Gerade im Falle Griechenlands erscheint dieser Weg aber eher unwahrscheinlich. Zum einen legen Untersuchungen<sup>16</sup> nahe, dass das Wirtschaftswachstum nach einer so gravierenden Finanzkrise 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 betrug 2010 das reale Wirtschaftswachstum Griechenlands -4,5 Prozent und die Prognosen für 2011 wurden gerade von -3,8 Prozent auf (mindestens) -5,0 Prozent herabgesetzt.<sup>17</sup> Prognosen der griechischen Regierung, das reale Wirtschaftswachstum des Landes könnte 2012 auf +0,8 Prozent ansteigen, erscheinen – auch vor dem Hintergrund von Fehlprognosen für 2010 und 2011 von bis zu 5 Prozentpunkten – mehr als unwahrscheinlich.<sup>18</sup>

Das Zusammenspiel der zuvor erläuterten Einflussfaktoren auf die Entwicklung der Schuldenstandsquote zeigen die in Abbildung 5 auf der Basis von Gleichung (5) zusammengefassten Szenarien.<sup>19</sup>

---

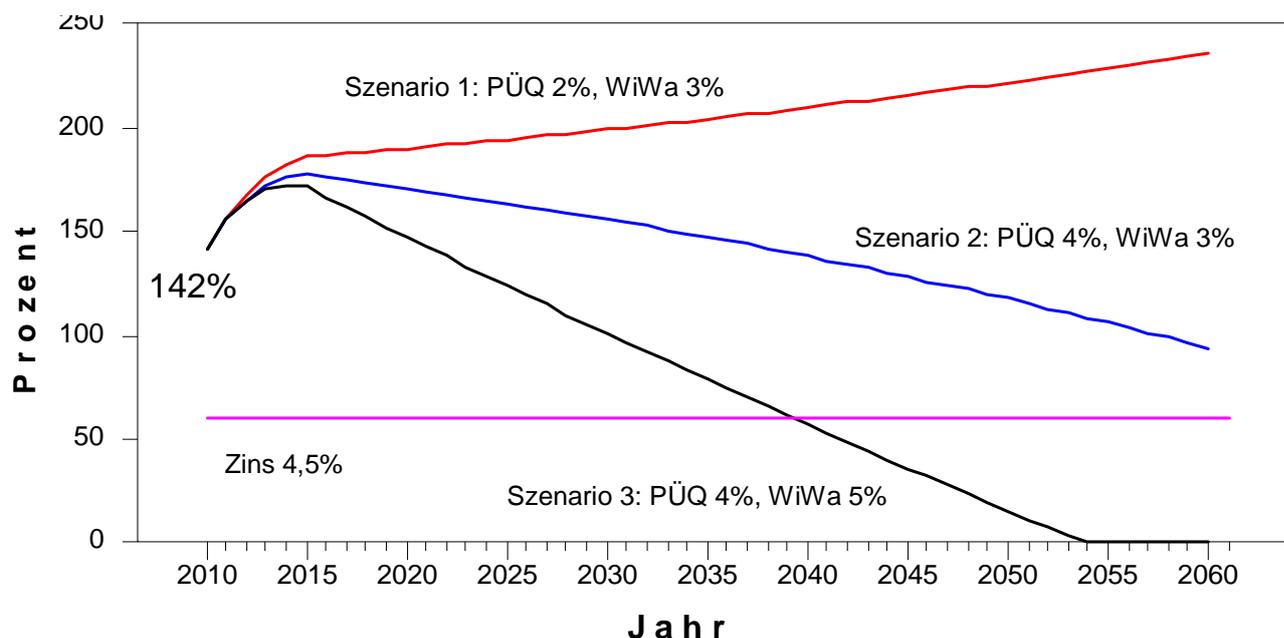
<sup>16</sup> Vgl. Koopman und Szekely (2009).

<sup>17</sup> Vgl. hierzu Hope (2011).

<sup>18</sup> Vgl. hierzu Europäische Kommission (2011b, S. 37).

<sup>19</sup> Die drei Szenarien gehen einheitlich von einem durchschnittlichen Zinssatz von 4,5 Prozent aus. Die angegebenen Primärüberschussquoten (PÜQ) und das nominale Wirtschaftswachstum (WiWa) gelten ab dem 6. Jahr. Für die ersten fünf Jahre wird von einer stetigen Anpassung ausgehend von der aktuellen Situation an die längerfristigen Werte ausgegangen. Die Schuldenstandsquote für das Jahr 2010 betrug 142 Prozent. Zahlen zur Haushaltssituation aller Euro-Mitgliedsländer wurden entnommen aus Europäische Kommission (2011a).

**Abbildung 5: Entwicklung der griechischen Schuldenstandsquote**



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

Es wird deutlich, dass eine längerfristige PÜQ von 2 Prozent in Kombination mit einem **durchschnittlichen** nominalen Wirtschaftswachstum von 3 Prozent (Szenario 1) nicht ausreichen würden, um die Schuldenstandsquote Griechenlands zu senken. Sie würde im Gegenteil immer weiter ansteigen. Erst eine längerfristige PÜQ von (mindestens) 4 Prozent und ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von 3 Prozent (Szenario 2) würden die Schuldenstandsquote im Laufe der Zeit reduzieren. 2060 läge sie aber immer noch bei rund 95 Prozent. Nur bei einer hohen PÜQ von 4 Prozent sowie einem starken Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 5 Prozent lässt sich die Schuldenstandsquote bis 2040 auf das Niveau von 60 Prozent reduzieren. Die Szenarien 2 und 3 machen ferner deutlich, dass während der kommenden Jahre die Schuldenstandsquote – auch bei guten Rahmenbedingungen – auf jeden Fall zunächst weiter ansteigen wird. Bei Szenario 2 wird der Höchststand 2015 mit 178 Prozent und bei Szenario 3 im Jahre 2014 mit 173 Prozent erreicht. Fraglich bleibt allerdings, welches dieser Szenarien von Griechenland in den kommenden Jahren umgesetzt werden kann. Ausgehend von den konkreten Zahlen Griechenlands für die Jahre bis 2050 soll dieser Frage in den nächsten Abschnitten nachgegangen werden.

## 5. Das zweite Griechenland-Hilfspaket

Bei den Lösungsansätzen für die Staatsschulden-Krise lassen sich grundsätzlich zwei Strategien unterscheiden: die Finanzierung der bestehenden Staatsschulden und die Anpassung. Finanzierung bedeutet dabei in aller Regel eine immer weitere Verschiebung des Problems in die Zukunft, ohne zugleich dessen Ursachen zu beseitigen. Dies führt ferner auf der einen Seite dazu, dass die gesamte Verschuldung bedingt durch die Zinslasten im Laufe der Zeit immer weiter ansteigt. Auf der anderen Seite verändert die Finanzierung durch öffentliche Institutionen die Struktur der Verschuldung – und zwar zu Gunsten der privaten Gläubiger, deren Forderungen beglichen werden und deren Risiken sinken, sowie zu Ungunsten der öffentlichen Gläubiger, die in zunehmendem Maße Forderungen und Risiken aufbauen. Im Gegensatz dazu ist es das Ziel von Anpassungsmaßnahmen, die Ursachen des Problems zu beseitigen – das heißt im vorliegenden Fall, eine tragfähige Situation der Staatsverschuldung herbeizuführen. Dies kann typischerweise mit Hilfe einer Umschuldung erfolgen. Dabei wurde in der jüngeren Vergangenheit häufig zwischen weicher und harter Umschuldung unterschieden. Bei der weichen Umschuldung wird „nur“ eine Laufzeitverlängerung bei unveränderten Konditionen (Nennwert und Zinshöhe) vorgenommen, während die harte Umschuldung einen expliziten Forderungsverzicht in Form einer Nennwert- oder Zinsreduktion mit der Laufzeitverlängerung verbindet.

Am 21. Juli 2011 haben sich die Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedsländer auf einen neuen Rettungsplan für das hoch verschuldete Griechenland geeinigt<sup>20</sup>, der zumindest von den Börsen durch zunächst steigende Kurse honoriert wurde. Er setzt sich zusammen aus neuen finanziellen Hilfen in Höhe von 109 Mrd. Euro (Finanzierung), einer Zinsreduktion für Euro-Kredite auf 3,5 Prozent bei gleichzeitiger Laufzeitverlängerung auf bis zu 30 Jahre<sup>21</sup> und einer Beteiligung des privaten Sektors (Banken, Versicherungen, Fonds) in Höhe von rund 50 Mrd. Euro bis 2014 (Anpassung). Zusammen ergibt dies einen Betrag in Höhe von 159 Mrd. Euro, auf den das neue Rettungspaket in manchen Veröffentlichungen<sup>22</sup> beziffert wird. Die Beteiligung des privaten Sektors soll sich bis 2019 auf 106 Mrd. Euro weiter erhöhen und damit etwa den gleichen Umfang wie die öffentlichen Hilfen aufweisen. Eine Vorstellung, die sich in der politischen Diskussion bestens verkaufen lässt und die Zustimmung zu dem neuen Paket sicherlich vereinfacht.

Der Rettungsplan enthält darüber hinaus jedoch weitere Maßnahmen: So soll ein neuer Fonds gebildet werden, der die im Rahmen der Umschuldung ausgegebenen neuen Staatsanleihen durch Zero-Bonds absichert und so die volle Auszahlung nach 30 Jahren garantiert. Die EFSF erhält neue Kompetenzen, zu denen vorbe-

---

<sup>20</sup> Zu einer Einschätzung siehe auch Belke und Dreger (2011).

<sup>21</sup> Diese neuen Konditionen kommen auch Irland und Portugal zugute.

<sup>22</sup> Vgl. beispielhaft Handelsblatt (2011).

gende Interventionen am Sekundärmarkt sowie die Rekapitalisierung nationaler Banken (bei einem Default) gehören. Ferner soll Griechenlands Wirtschaft durch technische Hilfen und Zahlungen aus EU-(Struktur-)Fonds gestärkt werden („Marshall-Plan“) und die Defizitquote in allen EWU-Mitgliedsländern, die nicht von Hilfsprogrammen abhängig sind, bis spätestens 2013 unter die Drei-Prozent-Grenze gesenkt werden.

Besonders von deutscher Seite wurde die private Beteiligung in Höhe von 106 Mrd. Euro bis 2019 als Erfolg gefeiert. Selbst Josef Ackermann, Chef der Deutschen Bank, erklärte: „Das Paket trifft uns hart.“ Bei den 106 Mrd. Euro handelt es sich aber nur um den Brutto- und nicht, wie immer wieder zu lesen ist, um den Nettobeitrag. Der Nettobeitrag im Sinne eines Forderungsverzichts beläuft sich hingegen bis 2019 auf „nur“ 27 Mrd. Euro – also bestenfalls auf die Differenz zwischen dem ursprünglichen Nennwert und dem garantierten Gegenwartswert der neuen Anleihen. Sie sollen – auf Vorschlag des Institute of International Finance (IIF) – eine Laufzeit von 30 Jahren aufweisen und ihre Konditionen (Nennwertabschlag gegenüber den ursprünglichen Anleihen, Zinsverzicht) sollen so gestaltet sein, dass sich gemessen am Gegenwartswert – also demjenigen Wert, den die Anleihe unter Berücksichtigung der Konditionen zum gegenwärtigen Zeitpunkt besitzt – bei allen Varianten ein Verlust gegenüber den ursprünglichen Anleihen in Höhe von ca. 20 Prozent (das entspricht einem Gegenwartswert von 80, bezogen auf einen ursprünglichen Nennwert von 100) ergibt (siehe hierzu die Erläuterungen in Anhang 4). Für die deutschen Banken ergibt sich daraus ein Anteil von 900 Mio. Euro. Vergleicht man hingegen den (verbliebenen) Gegenwartswert der alten mit dem Gegenwartswert der neu ausgegebenen Anleihen, so kommt kein Forderungsverzicht mehr zustande, denn der Gegenwartswert einer alten Anleihe mit einer Restlaufzeit von 7 Jahren – die als Durchschnittswert durchaus repräsentativ ist – beträgt ebenfalls ca. 80.

Die Umschuldung könnte aber zugleich der geplanten Zinssenkung von Seiten der EFSF entgegenwirken. Die neuen Anleihen sollen prinzipiell entweder durch einen Abschlag auf den ursprünglichen Nennwert bei vergleichsweise hohen Zinsen (bis zu 6,8 Prozent) oder durch eine 100-prozentige Auszahlung bei einem entsprechend reduzierten Zinssatz (bis zu 5 Prozent) gekennzeichnet sein – in allen Fällen aber mit einem Gegenwartswert von 80. Das IIF geht davon aus, dass sich die privaten Gläubiger zu gleichen Teilen – also zu je 25 Prozent – für die vier in Anhang 3 weiter erläuterten Alternativen entscheiden. Würde sich hingegen ein erheblicher Teil der privaten Gläubiger für die Variante mit hohem Zinssatz entscheiden, so könnte sich als Ergebnis – trotz sinkender Zinsen durch den EFSF – ein Durchschnittszins für Griechenland einstellen, der nicht deutlich niedriger liegt als der aktuelle Zins.

Einen weiteren Beitrag in Höhe von 12,7 Mrd. Euro sollen Private dadurch erbringen, dass alte Anleihen im Umfang von 32,7 Mrd. Euro zum Preis von ca. 60

durch die EFSF am freien Markt angekauft werden (Kaufsumme entspricht dann ca. 20 Mrd. Euro). Fasst man beide Positionen zusammen, so ergibt sich ein maximaler Nettobeitrag des privaten Sektors zur Griechenlandrettung bis 2019 in Höhe von rund 40 Mrd. Euro; ein Betrag, den die Banken längst abgeschrieben haben und der damit keine ernsthafte Belastung mehr darstellt. Bezieht man den garantierten Gegenwartswert von 80 auf den (wenn auch in den Folgetagen etwas gestiegenen) Marktpreis von etwa 50 für längerfristige griechische Anleihen, dann handelt es sich aus Sicht der Privaten sogar um ein hervorragendes Ergebnis. Kein Wunder also, dass Bankaktien am Tag nach der Übereinkunft einen deutlichen Kursanstieg (Commerzbank +3,7 Prozent, Deutsche Bank +1,7 Prozent) zu verzeichnen hatten.

Doch selbst dieser Maximalbetrag ist keinesfalls sicher. Wie stets betont wird, ist der Beitrag des privaten Sektors freiwillig. Wenn das Umtauschvolumen jedoch nicht – wie erwartet – bei 90 Prozent sondern darunter liegt, dann reduziert sich der private (Netto-)Beitrag weiter. Möglicherweise entfällt dann sogar das gesamte Umtauschprogramm. Ähnlich sieht es beim Rückkauf alter Anleihen durch die EFSF aus. Die Problematik liegt darin, dass mit steigender Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen (Schulden-)Entwicklung die Bereitschaft zum Verkauf steigen wird. Die Bereitstellung weiterer finanzieller Mittel hat diese Unsicherheit aber eher reduziert. Vor diesem Hintergrund sind auch die Kurse bestehender griechischer Staatsschuldtitel nach der Einigung zunächst wieder deutlich gestiegen. Möglicherweise sind nun aber die Privaten nicht mehr bereit, zu einem Preis von 60 (im Verhältnis zu 100 bei normaler Abwicklung) zu verkaufen. Muss die EFSF aber einen höheren Preis für den Rückkauf zahlen, dann vermindert sich der private Beitrag um diese Differenz.

Sinkt die (freiwillige) Umtauschquote deutlich unter die erwarteten 90 Prozent, oder kommt das Umtauschprogramm aus diesem Grunde gar nicht erst zustande, dann wäre ferner denkbar, dass stattdessen das Ankaufvolumen durch die EFSF entsprechend angehoben wird. Dies hätte auf der einen Seite zur Folge, dass ein deutlich höherer Preis geboten werden müsste. Wenn die Privaten nämlich zu einem Gegenwartswert von 80 nicht zum Umtausch bereit sind, werden sie auch einen Verkauf nicht unter diesem Preis vornehmen. Je stärker das Signal von Seiten der Euro-Mitgliedsländer ausfällt, im Notfall immer mehr finanzielle Mittel bereit zu stellen, desto sinnvoller ist es, die alten griechischen Staatsanleihen zu halten, da mit einer 100-prozentigen Rückzahlung gerechnet werden kann. All dies senkt aber den privaten Beitrag von maximal 40 Mrd. Euro weiter. Auf der anderen Seite bedeutet ein umfangreicheres Rückkaufprogramm aber auch, dass immer mehr finanzielle Mittel (in diesem Fall indirekt) durch die Mitgliedsländer für Griechenland bereitgestellt werden.

Der EFSF soll es in Zukunft ferner grundsätzlich möglich sein, „freiwillige“ Interventionen in Form eines Ankaufs von Staatsanleihen bedrohter Länder an den Fi-

nanzmärkten vorzunehmen, um (vorbeugend) entsprechenden Verwerfungen und Bedrohungen entgegenzutreten. Wenn diese gegen den Markttrend erfolgen, werden sie in aller Regel wirkungslos bleiben und zu Verlusten der EFSF führen. Entsprechende Erfahrungen hat man in der Vergangenheit bereits an den Devisenmärkten sammeln können. Viel gravierender ist aber, dass sich dieses Instrument nutzen lässt, um jede nationale Staatsverschuldung über den EFSF zu finanzieren – also auch den letzten Schritt in Richtung Transferunion zu gehen.

Zunehmend wird auch gefordert, Griechenland möge seine Goldreserven<sup>23</sup> auflösen und die Einnahmen zur Haushaltssanierung nutzen oder sie zumindest als Pfand – etwa bei der EZB – einsetzen. Da sich der aktuelle Wert (berechnet zu einem Wechselkurs von 1,40\$/€) allerdings nur auf 5 Mrd. Euro beläuft und diese Goldreserven ferner 79 Prozent der gesamten internationalen Reserven Griechenlands ausmachen<sup>24</sup>, sind sowohl der Gold- als auch der Gesamtbestand der internationalen Reserven in diesem Zusammenhang eher vernachlässigbar und ihr Einsatz hätte bestenfalls einen symbolischen Charakter.<sup>25</sup>

## 6. Ist Griechenland damit dauerhaft gerettet?

Ist Griechenland nun durch dieses Maßnahmenpaket dauerhaft gerettet? Jean-Claude Juncker, der Euro-Gruppen-Chef, scheint davon überzeugt. Aus seiner Sicht ist es „das letzte Paket“. An dieser Einschätzung darf man aber getrost zweifeln.<sup>26</sup> Diese Zweifel sollen anhand der folgenden Projektionen veranschaulicht werden, denen folgende Annahmen zugrunde liegen:

- Neben den 110 Mrd. Euro aus dem ersten Rettungspaket erhält Griechenland weitere finanzielle Hilfen in Höhe von 109 Mrd. Euro. Davon sind allerdings rund 60 Mrd. Euro reserviert für die Rekapitalisierung griechischer Banken und als deren notwendige Sicherheitsleistung bei der EZB während eines Default-Zeitraums, so dass noch ca. 50 Mrd. Euro zur Auszahlung zur Verfügung stehen. Zusammen mit dem ersten Hilfspaket ergibt dies eine Finanzierungshilfe von insgesamt rund 160 Mrd. Euro.
- Griechenland steuert selbst Privatisierungserlöse in Höhe von etwa 40 Mrd. Euro bei, die in den Jahren von 2012 bis 2015 zu je 10 Mrd. Euro anfallen. Damit ergibt sich in diesen Jahren jeweils eine Primärüberschussquote (negatives Vorzeichen in Übersicht 1), die mit den erwarteten „normalen“ Primärsalden verrechnet wurden.

---

<sup>23</sup> Vgl. zum Bestand an Goldreserven World Gold Council (2011).

<sup>24</sup> Vgl. ebenda.

<sup>25</sup> Auch bei den anderen Problemländern zeigt sich – mit Ausnahme von Italien – eine ähnliche Situation. Im Einzelnen verfügen sie über folgende internationale Reserven: Irland (0,3 Mrd. Euro in Gold = 13,4 Prozent an den Gesamtreserven), Portugal (17,1 Mrd. Euro in Gold = 85,1 Prozent), Spanien (12,6 Mrd. Euro in Gold = 40,2 Prozent) und Italien (110 Mrd. Euro in Gold = 71,2 Prozent). Vgl. ebenda.

<sup>26</sup> Vgl. zu einer ähnlichen Einschätzung auch Bencek und Klodt (2011).

- Die privaten Gläubiger beteiligen sich nicht nur – wie von den Euro-Mitgliedsländern erwartet – in Höhe von 135 Mrd. Euro (= 90 Prozent) an der Umschuldung, sondern es werden alle bis 2019 fälligen (= 100 Prozent) privaten Forderungen umgeschuldet. Alle in den Jahren 2012 bis 2019 fälligen privaten Kredite werden um 30 Jahre verlängert. Ferner wird davon ausgegangen, dass die Umschuldung im privaten Bereich aufgrund der verschiedenen Varianten (siehe hierzu auch Anhang 4) zu einer durchschnittlichen Reduktion der privaten Forderungsnennwerte von 10 Prozent führt.
- Die Zinsen auf alle bestehenden öffentlichen Kredite werden auf 3,5 Prozent gesenkt. Im Gegensatz dazu steigt durch die Umschuldung die durchschnittliche Zinszahlung gegenüber privaten Gläubigern. Das führt insgesamt zu einer zunächst etwas geringeren Zinslast auf die Gesamtschuld, die jedoch im Laufe der Zeit aufgrund der wachsenden Schuldenhöhe wieder ansteigt und 2022 den Spitzenwert von 20 Mrd. Euro erreichen wird (siehe hierzu auch die Berechnungen in Anhang 5).
- Die Kredite des IWF, der EZB und der Euro-Mitgliedsländer werden zu 100 Prozent bedient. Die Rückzahlung erfolgt allerdings erst ab 2020 und dann in 22 jährlichen Raten zu je 10 Mrd. Euro, so dass diese Kredite 2042 getilgt wären.
- Laut Aussage der Euro-Mitgliedsländer soll Griechenland bis 2020 „vom Kapitalmarkt genommen werden“<sup>27</sup>. Nach den bisherigen Erfahrungen wird das Land aber auch in den Folgejahren keinen privaten Kredit an den Finanzmärkten zu einem Zins erhalten, der aus Sicht Griechenlands „angemessen“ erscheint, weil sich die Verschuldungshöhe nicht grundsätzlich verändert haben wird. Es muss daher – wenn keine weiteren öffentlichen Kredite bereitgestellt werden – entsprechend hohe Primärüberschussquote realisieren, um den dann anfallenden Schuldendienst zu begleichen.

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

---

<sup>27</sup> Vgl. hierzu Ehrlich (2011).

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

Jahr	Tilgung	Zins	Umsch-1	Umsch-2	Umsch-3	PU-abs	Summe-FB	Kum-FB	PÜQ-1	PÜQ-2
2010	28,25 €	13,00 €	28,25 €		13,00 €	10,00 €	51,25 €	51,25 €		
2011	23,04 €	15,00 €	23,04 €		15,00 €	7,00 €	45,04 €	96,29 €		
2012	37,40 €	15,00 €			15,00 €	-7,50 €	7,50 €	103,79 €		
2013	20,80 €	15,00 €			15,00 €	-8,50 €	6,50 €	110,29 €		
2014	30,90 €	16,00 €			16,00 €	-10,00 €	6,00 €	116,29 €		
2015	17,60 €	16,00 €			16,00 €	-10,00 €	6,00 €	122,29 €		
2016	7,80 €	17,00 €			17,00 €		17,00 €	139,29 €	7,48	6,91
2017	16,40 €	17,00 €			17,00 €		17,00 €	156,29 €	7,26	6,58
2018	7,70 €	18,00 €			18,00 €		18,00 €	174,29 €	7,47	6,64
2019	23,70 €	18,00 €			18,00 €		18,00 €	192,29 €	7,25	6,32
2020	5,00 €	19,00 €	5,00 €	10,00 €	19,00 €		34,00 €	226,29 €	13,29	11,37
2021	0,00 €	19,00 €	0,00 €	10,00 €	19,00 €		29,00 €	255,29 €	11,01	9,24
2022	8,50 €	20,00 €	8,50 €	10,00 €	20,00 €		38,50 €	293,79 €	14,19	11,68
2023	0,00 €	20,00 €	0,00 €	10,00 €	20,00 €		30,00 €	323,79 €	10,73	8,67
2024	10,50 €	19,00 €	10,50 €	10,00 €	19,00 €		39,50 €	363,29 €	13,72	10,87
2025	7,20 €	19,00 €	7,20 €	10,00 €	19,00 €		36,20 €	399,49 €	12,21	9,49
2026	7,00 €	18,00 €	7,00 €	10,00 €	18,00 €		35,00 €	434,49 €	11,46	8,74
2027	0,00 €	18,00 €	0,00 €	10,00 €	18,00 €		28,00 €	462,49 €	8,90	6,66
2028	0,00 €	17,00 €	0,00 €	10,00 €	17,00 €		27,00 €	489,49 €	8,33	6,11
2029	0,00 €	17,00 €	0,00 €	10,00 €	17,00 €		27,00 €	516,49 €	8,09	5,82
2030	11,00 €	16,00 €	11,00 €	10,00 €	16,00 €		37,00 €	553,49 €	10,76	7,60
2031	0,00 €	16,00 €	0,00 €	10,00 €	16,00 €		26,00 €	579,49 €	7,34	5,09
2032	0,00 €	15,00 €	0,00 €	10,00 €	15,00 €		25,00 €	604,49 €	6,85	4,66
2033	0,00 €	15,00 €	0,00 €	10,00 €	15,00 €		25,00 €	629,49 €	6,66	4,44
2034	0,00 €	14,00 €	0,00 €	10,00 €	14,00 €		24,00 €	653,49 €	6,20	4,06
2035	0,00 €	13,00 €	0,00 €	10,00 €	13,00 €		23,00 €	676,49 €	5,77	3,70
2036	0,00 €	13,00 €	0,00 €	10,00 €	13,00 €		23,00 €	699,49 €	5,60	3,53
2037	0,00 €	12,00 €	0,00 €	10,00 €	12,00 €		22,00 €	721,49 €	5,20	3,21
2038	0,00 €	12,00 €	0,00 €	10,00 €	12,00 €		22,00 €	743,49 €	5,05	3,06
2039	0,00 €	12,00 €	0,00 €	10,00 €	12,00 €		22,00 €	765,49 €	4,90	2,91
2040	0,00 €	11,00 €	0,00 €	10,00 €	11,00 €		21,00 €	786,49 €	4,55	2,65
2041	0,00 €	11,00 €	0,00 €	10,00 €	11,00 €		21,00 €	807,49 €	4,41	2,52
2042	0,00 €	10,00 €	33,66 €		10,00 €		43,66 €	851,15 €	8,91	4,99
2043	0,00 €	9,00 €	18,72 €		9,00 €		27,72 €	878,87 €	5,49	3,02
2044	0,00 €	8,00 €	27,81 €		8,00 €		35,81 €	914,68 €	6,89	3,71
2045	0,00 €	7,00 €	15,84 €		7,00 €		22,84 €	937,52 €	4,26	2,26
2046	0,00 €	7,00 €	7,02 €		7,00 €		14,02 €	951,54 €	2,54	1,32
2047	0,00 €	6,00 €	14,76 €		6,00 €		20,76 €	972,30 €	3,65	1,86
2048	0,00 €	6,00 €	6,93 €		6,00 €		12,93 €	985,23 €	2,21	1,10
2049	0,00 €	5,00 €	21,33 €		5,00 €		26,33 €	1.011,56 €	4,37	2,14
2050	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €		5,00 €	1.016,56 €	0,81	0,39

- Umsch-1 : Umschuldung privater Gläubiger (Laufzeitverlängerung um 30 Jahre)  
 Umsch-2 : Umschuldung (Tilgung) öffentlicher Kredite  
 Umsch-3 : Veränderte Zinszahlungen aufgrund geänderter Konditionen  
 PU-abs : Absolutes Primärungleichgewicht ( – = Überschuss)  
 Summe-FB : Finanzierungsbedarf in der laufenden Periode  
 Kum-FB : Kumulierter Finanzierungsbedarf  
 PÜQ-1 : Notwendige Primärüberschussquote bei einem jährlichen (durchschnittlichen) Wirtschaftswachstum von 3 Prozent (ab 2016) in v.H. des nom. BIP  
 PÜQ-2 : Notwendige Primärüberschussquote bei einem jährlichen (durchschnittlichen) Wirtschaftswachstum von 5 Prozent (ab 2016) in v.H. des nom. BIP

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

Unter den oben erläuterten Annahmen würden die zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel von 160 Mrd. Euro den Finanzierungsbedarf bis 2017 decken können. Erhöht man die unmittelbaren finanziellen Beihilfen aus dem zweiten Griechenland-Rettungspaket, die noch nicht endgültig in der Höhe festgelegt sind, auf 80 Mrd. Euro, so ließe sich das Ziel, Griechenland bis 2020 „vom Kapitalmarkt zu

nehmen“, realisieren. Spätestens 2020 müsste sich Griechenland dann aber in einer finanziellen Situation befinden, die weitere Hilfen überflüssig macht.

Dies könnte auf der einen Seite dadurch geschehen, dass Griechenland eine Primärüberschussquote realisiert, die den Schuldendienst aus eigener Kraft zu decken vermag. Geht man zunächst von einer durchschnittlichen längerfristigen Wachstumsrate von 3 Prozent aus, so zeigt Übersicht 1 (PÜQ-1), dass ab 2020 zunächst zweistellige Primärüberschussquoten von etwa 13 Prozent notwendig wären, um diese Bedingung zu erfüllen. Und selbst bei einem Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 5 Prozent (PÜQ-2) müsste die notwendige Primärüberschussquote noch bei rund 10 Prozent liegen. Das übersteigt aber in beiden Fällen deutlich die schon ausgesprochen positiven Annahmen des IWF, der von einer längerfristigen Primärüberschussquote von 7 Prozent ausgeht. Um eine Primärüberschussquote von 10 Prozent – bezogen auf die Haushaltssituation Griechenlands im Jahre 2010 (Staatseinnahmen: 90 Mrd. Euro; Primärausgaben: 101 Mrd. Euro; Primärdefizit: 11 Mrd. Euro = Primärdefizitquote von ca. 5 Prozent) – zu erreichen, müssten bei gegebenen Einnahmen die Primärausgaben um 33 Prozent sinken oder bei gegebenen Primärausgaben die Einnahmen um 37 Prozent steigen. Betrachtet man das Bruttoinlandsprodukt zur Vereinfachung als alleinige Steuerbasis, dann müsste der durchschnittliche Steuersatz um 15 Prozentpunkte angehoben werden, um die gegenwärtige Primärdefizitquote von 5 Prozent in eine Primärüberschussquote von 10 Prozent zu überführen. Erst nach 2030 und bei einer positiven Wachstumsprognose von durchschnittlich 5 Prozent wäre eine „autarke“ Finanzsituation denkbar, die dann Primärüberschussquoten von etwa 3 Prozent erfordert. Voraussetzung dafür ist aber, dass zwischenzeitlich keine neuen Kredite bereitgestellt werden müssen.

Auf der anderen Seite wäre eine Haushaltsfinanzierung ohne fremde Hilfe dann möglich, wenn Griechenland sich ab 2020 wieder an den privaten Kapitalmärkten verschulden könnte. Die in Übersicht 1 erläuterte Verschuldungssituation zeigt aber, dass sich Griechenland ab 2020 in einer ähnlich prekären Situation befinden wird wie gegenwärtig. Dazu trägt in nicht unerheblichem Maße die Umschuldung der privaten Forderungen bei, die zwar kurzfristig die Liquiditätssituation entspannt, längerfristig aber aufgrund höherer Zinszahlungen Griechenland eher belastet. Die jüngsten Erfahrungen sowie die Finanzierungssituation in den kommenden Jahren wird daher in keiner Weise dazu beitragen, das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des griechischen Staates zu verbessern – ganz im Gegenteil. Damit werden aber auch die Risikoprämien in den nächsten Jahren nicht so weit sinken, dass Griechenland in der Lage oder – aufgrund der Zinshöhe – bereit sein wird, seine Schulden ab 2020 am Markt zu finanzieren.

Folgt man dieser Einschätzung, dass weder eine hinreichend hohe Primärüberschussquote noch eine private Finanzierung ab 2020 zu erwarten sind, dann bedarf Griechenland spätestens von diesem Zeitpunkt an entweder eines neuen finanziel-

len Rettungspakets oder einer erneuten Umschuldung. Würden die griechischen Schulden weiter finanziert, so hätte dies die absurde Konsequenz, dass die Euro-Mitgliedsländer ihre eigenen Forderungen an Griechenland refinanzieren würden.

Insgesamt legen die zuvor erläuterten Szenarien nahe, dass Griechenland durch das neue Hilfspaket und die damit verbundene private Beteiligung in Form eines freiwilligen Forderungsverzichts zwar Zeit gewinnen kann, aber keinesfalls gerettet ist.

## **7. Erneute Umschuldung 2020?**

Lässt sich das zweite Griechenland-Rettungspaket in der beabsichtigten Form umsetzen, dann schließen die damit geschaffenen politischen Fakten eine erneute Umschuldung aufgrund mangelnder Tragfähigkeit der griechischen Schuldensituation vor dem Ende des Jahrzehnts weitgehend aus. Zu diesem Zeitpunkt sind aber die dann noch vorhandenen Handlungsalternativen deutlich eingeschränkt. Da man im Rahmen der nun beschlossenen ersten Umschuldungsrunde, die – wenn sie denn durchgeführt wird – in allernächster Zeit vollzogen werden soll, die Rückzahlung des (neuen) Nennbetrages garantiert, können sich weitere Forderungsverzichte nur auf die Zinszahlungen an Private sowie auf die Schulden gegenüber den Euro-Mitgliedsländern und dem IWF beziehen. Da in den zurückliegenden Jahren alle Kredite des IWF stets zu 100 Prozent bedient wurden, wird auch hier von einer solchen Situation ausgegangen. Alle privaten und sonstigen öffentlichen Kreditgeber verzichten hingegen auf die gesamten Zinszahlungen. Außerdem verzichten die öffentlichen Gläubiger auf 50 Prozent ihrer Forderungen.

Übersicht 2 veranschaulicht die Haushaltssituation Griechenlands unter diesen neuen Bedingungen. Die notwendigen Primärüberschussquoten ab 2020 erscheinen dabei – selbst bei einem geringeren Wachstum von durchschnittlich 3 Prozent – durchaus tragfähig. Möglicherweise könnte eine bessere Haushaltssituation und ein höheres Wachstum als 3 Prozent dazu genutzt werden, um einen geringeren Forderungsverzicht der öffentlichen Gläubiger vorzusehen. Die privaten Gläubiger würden durch einen kompletten Zinsverzicht ab 2020 einen Gegenwartswert für ihre griechischen Staatsanleihen zwischen 35 und 60 realisieren, der sich nach Formeln (6) bis (8) aus dem garantierten Gegenwartswert der Zero-Bonds und den Zinszahlungen aus den neuen Bonds zusammensetzt. Das entspricht im Durchschnitt etwa dem heutigen Gegenwartswert der Anleihen. Dabei erhalten diejenigen, die zu einem frühen Zeitpunkt (z.B. 2012 = 8 Jahre Zinszahlungen) umtauschen einen insgesamt höheren Gegenwartswert als diejenigen, die zu einem späteren Zeitpunkt (z.B. 2019 = 1 Jahr Zinszahlungen) tauschen (vergleiche hierzu Anhang 5) – soweit sie unter entsprechenden Erwartungen dann noch dazu bereit sind.

## Übersicht 2: Umschuldung im Jahre 2020 (in Mrd. Euro)

Jahr	Tilgung	Zins	Umsch-1	Umsch-2	Umsch-3	PU-abs	Summe-FB	Kum-FB	PÜQ-1	PÜQ-2
2010	28,25 €	13,00 €	28,25 €		13,00 €	10,00 €	51,25 €	51,25 €		
2011	23,04 €	15,00 €	23,04 €		15,00 €	7,00 €	45,04 €	96,29 €		
2012	37,40 €	15,00 €			15,00 €	-7,50 €	7,50 €	103,79 €		
2013	20,80 €	15,00 €			15,00 €	-8,50 €	6,50 €	110,29 €		
2014	30,90 €	16,00 €			16,00 €	-10,00 €	6,00 €	116,29 €		
2015	17,60 €	16,00 €			16,00 €	-10,00 €	6,00 €	122,29 €		
2016	7,80 €	17,00 €			17,00 €		17,00 €	139,29 €	7,48	6,91
2017	16,40 €	17,00 €			17,00 €		17,00 €	156,29 €	7,26	6,58
2018	7,70 €	18,00 €			18,00 €		18,00 €	174,29 €	7,47	6,64
2019	23,70 €	18,00 €			18,00 €		18,00 €	192,29 €	7,25	6,32
2020	5,00 €	19,00 €	5,00 €	5,00 €	0,00 €		10,00 €	202,29 €	3,91	3,35
2021	0,00 €	19,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	207,29 €	1,90	1,59
2022	8,50 €	20,00 €	8,50 €	5,00 €	0,00 €		13,50 €	220,79 €	4,97	4,10
2023	0,00 €	20,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	225,79 €	1,79	1,45
2024	10,50 €	19,00 €	10,50 €	5,00 €	0,00 €		15,50 €	241,29 €	5,38	4,27
2025	7,20 €	19,00 €	7,20 €	5,00 €	0,00 €		12,20 €	253,49 €	4,11	3,20
2026	7,00 €	18,00 €	7,00 €	5,00 €	0,00 €		12,00 €	265,49 €	3,93	3,00
2027	0,00 €	18,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	270,49 €	1,59	1,19
2028	0,00 €	17,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	275,49 €	1,54	1,13
2029	0,00 €	17,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	280,49 €	1,50	1,08
2030	11,00 €	16,00 €	11,00 €	5,00 €	0,00 €		16,00 €	296,49 €	4,65	3,29
2031	0,00 €	16,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	301,49 €	1,41	0,98
2032	0,00 €	15,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	306,49 €	1,37	0,93
2033	0,00 €	15,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	311,49 €	1,33	0,89
2034	0,00 €	14,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	316,49 €	1,29	0,84
2035	0,00 €	13,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	321,49 €	1,25	0,80
2036	0,00 €	13,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	326,49 €	1,22	0,77
2037	0,00 €	12,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	331,49 €	1,18	0,73
2038	0,00 €	12,00 €	0,00 €	10,00 €	0,00 €		10,00 €	341,49 €	2,30	1,39
2039	0,00 €	12,00 €	0,00 €	10,00 €	0,00 €		10,00 €	351,49 €	2,23	1,32
2040	0,00 €	11,00 €	0,00 €	10,00 €	0,00 €		10,00 €	361,49 €	2,16	1,26
2041	0,00 €	11,00 €	0,00 €	5,00 €	0,00 €		5,00 €	366,49 €	1,05	0,60
2042	0,00 €	10,00 €	33,66 €		0,00 €		33,66 €	400,15 €	6,87	3,85
2043	0,00 €	9,00 €	18,72 €		0,00 €		18,72 €	418,87 €	3,71	2,04
2044	0,00 €	8,00 €	27,81 €		0,00 €		27,81 €	446,68 €	5,35	2,88
2045	0,00 €	7,00 €	15,84 €		0,00 €		15,84 €	462,52 €	2,96	1,56
2046	0,00 €	7,00 €	7,02 €		0,00 €		7,02 €	469,54 €	1,27	0,66
2047	0,00 €	6,00 €	14,76 €		0,00 €		14,76 €	484,30 €	2,60	1,32
2048	0,00 €	6,00 €	6,93 €		0,00 €		6,93 €	491,23 €	1,18	0,59
2049	0,00 €	5,00 €	21,33 €		0,00 €		21,33 €	512,56 €	3,54	1,73
2050	0,00 €	5,00 €	0,00 €		0,00 €		0,00 €	512,56 €	0,00	0,00

Zu den Anmerkungen siehe Übersicht 1

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

Vorteile eines solchen Aufschiebens liegen darin, dass die Banken – auch vor dem Hintergrund von Basel III – stärker kapitalisiert sein sollten und entsprechende Verluste besser tragen können. Der Forderungsverzicht für die Euro-Mitgliedsländer würde sich auf etwa 90 Mrd. Euro belaufen, von denen auf Deutschland – unter den gegenwärtigen Bedingungen – etwa 30 Mrd. Euro entfielen. Hinzu kommt der Zinsverzicht. Nicht berücksichtigt sind hierbei die möglichen Verluste der EZB. Würde sich ihr Bestand zum Zeitpunkt der erneuten Umschuldung noch auf ca. 50 Mrd. Euro belaufen, so wäre der Abschreibungsbedarf 25 Mrd. Euro, von denen Deutschland noch einmal rund 7,5 Mrd. Euro zu tragen hätte.

## 8. Umschuldung Griechenlands zeitnah

Gegenwärtig ist aber auch nicht ausgeschlossen, dass Griechenland seine eingegangenen Sparverpflichtungen gegenüber den (öffentlichen) Gläubigern nicht einhält und daher eine Insolvenz aufgrund nicht weiter ausgezahlter Kredite in nächster Zukunft eintreten wird. Dann könnte man sich eine Tragfähigkeitsanalyse vorstellen, der folgende Annahmen zugrunde liegen:

- Griechenland steuert – wie angekündigt – Privatisierungserlöse in Höhe von etwa 40 Mrd. Euro bei, die in den Jahren 2012 bis 2015 zu je 10 Mrd. Euro anfallen. Damit ergibt sich in diesen Jahren jeweils eine Primärüberschussquote (negatives Vorzeichen von PU-abs in Übersicht 3), die mit den erwarteten „normalen“ Primärsalden verrechnet wurde.
- Alle ab 2012 fälligen öffentlichen Kredite werden um 10 Jahre, alle privaten Kredite um 20 Jahre verlängert. Ferner wird davon ausgegangen, dass die Umschuldung zu einer Reduktion **aller** Forderungsnennwerte in Höhe von 50 Prozent führt (Haircut). Dies führt zugleich dazu, dass sich die Zinszahlungen ab 2012 halbieren (vergleiche Umsch-3 gegenüber Zins in Übersicht 3).
- Allein die Kredite des IWF werden zu 100 Prozent bedient.
- Die Insolvenz Griechenlands wird dazu führen, dass das Land in den Folgejahren keine privaten Kredite an den Finanzmärkten erhalten wird. Es muss daher – wenn keine weiteren öffentlichen Kredite bereitgestellt werden – entsprechend hohe Primärüberschussquoten realisieren, um den dann anfallenden Schuldendienst zu begleichen.

Vor diesem Hintergrund lässt sich der in Übersicht 3 zusammengestellte Finanzierungsbedarf (FB) Griechenlands sowie die notwendigen Primärüberschussquoten (PÜQ-1 bzw. PÜQ-2) zur Finanzierung des Schuldendienstes ab 2012 unter den neuen – oben erläuterten – Rahmenbedingungen ablesen.

### Übersicht 3: Umschuldung im Jahre 2011 (in Mrd. Euro)

Jahr	Tilgung	Zins	Umsch-1	Umsch-2	Umsch-3	PU-abs	Summe-FB	Kum-FB	PÜQ-1	PÜQ-2
2010	28,25 €	13,00 €	28,25 €		13,00 €	10,00 €	51,25 €	51,25 €	22,26	22,26
2011	23,04 €	15,00 €	23,04 €		15,00 €	7,00 €	45,04 €	96,29 €	20,21	20,21
2012	37,40 €	17,00 €			8,50 €	-7,50 €	1,00 €	97,29 €	0,45	0,45
2013	20,80 €	18,00 €			9,00 €	-8,50 €	0,50 €	97,79 €	0,23	0,22
2014	30,90 €	18,00 €			9,00 €	-10,00 €	-1,00 €	96,79 €	-0,45	-0,44
2015	17,60 €	18,00 €			9,00 €	-10,00 €	-1,00 €	95,79 €	-0,45	-0,42
2016	7,80 €	18,00 €			9,00 €		9,00 €	104,79 €	3,96	3,66
2017	16,40 €	18,00 €			9,00 €		9,00 €	113,79 €	3,84	3,49
2018	7,70 €	18,00 €			9,00 €		9,00 €	122,79 €	3,73	3,32
2019	23,70 €	18,00 €			9,00 €		9,00 €	131,79 €	3,62	3,16
2020	5,00 €	18,00 €			9,00 €		9,00 €	140,79 €	3,52	3,01
2021	0,00 €	18,00 €		5,00 €	9,00 €		14,00 €	154,79 €	5,31	4,46
2022	8,50 €	18,00 €		5,00 €	9,00 €		14,00 €	168,79 €	5,16	4,25
2023	0,00 €	16,00 €		5,00 €	8,00 €		13,00 €	181,79 €	4,65	3,76
2024	10,50 €	15,00 €		5,00 €	7,50 €		12,50 €	194,29 €	4,34	3,44
2025	7,20 €	15,00 €		5,00 €	7,50 €		12,50 €	206,79 €	4,22	3,28
2026	7,00 €	14,00 €		5,00 €	7,00 €		12,00 €	218,79 €	3,93	3,00
2027	0,00 €	14,00 €		5,00 €	7,00 €		12,00 €	230,79 €	3,81	2,85
2028	0,00 €	14,00 €		5,00 €	7,00 €		12,00 €	242,79 €	3,70	2,72
2029	0,00 €	14,00 €		10,00 €	7,00 €		17,00 €	259,79 €	5,09	3,67
2030	11,00 €	13,00 €		10,00 €	6,50 €		16,50 €	276,29 €	4,80	3,39
2031	0,00 €	13,00 €		10,00 €	6,50 €		16,50 €	292,79 €	4,66	3,23
2032	0,00 €	13,00 €	18,70 €		6,50 €		25,20 €	317,99 €	6,91	4,69
2033	0,00 €	13,00 €	10,40 €		6,50 €		16,90 €	334,89 €	4,50	3,00
2034	0,00 €	13,00 €	15,45 €		6,50 €		21,95 €	356,84 €	5,67	3,71
2035	0,00 €	13,00 €	8,80 €		6,50 €		15,30 €	372,14 €	3,84	2,46
2036	0,00 €	13,00 €	3,90 €		6,50 €		10,40 €	382,54 €	2,53	1,59
2037	0,00 €	13,00 €	8,20 €		6,50 €		14,70 €	397,24 €	3,48	2,15
2038	0,00 €	13,00 €	3,85 €		6,50 €		10,35 €	407,59 €	2,38	1,44
2039	0,00 €	12,00 €	11,85 €		6,00 €		17,85 €	425,44 €	3,98	2,36
2040	0,00 €	12,00 €	2,50 €		6,00 €		8,50 €	433,94 €	1,84	1,07
2041	0,00 €	12,00 €	0,00 €		6,00 €		6,00 €	439,94 €	1,26	0,72
2042	0,00 €	12,00 €	4,25 €		6,00 €		10,25 €	450,19 €	2,09	1,17
2043	0,00 €	12,00 €	0,00 €		6,00 €		6,00 €	456,19 €	1,19	0,65
2044	0,00 €	12,00 €	5,25 €		6,00 €		11,25 €	467,44 €	2,16	1,17
2045	0,00 €	10,00 €	3,60 €		5,00 €		8,60 €	476,04 €	1,61	0,85
2046	0,00 €	10,00 €	3,50 €		5,00 €		8,50 €	484,54 €	1,54	0,80
2047	0,00 €	8,00 €	0,00 €		4,00 €		4,00 €	488,54 €	0,70	0,36
2048	0,00 €	8,00 €	0,00 €		4,00 €		4,00 €	492,54 €	0,68	0,34
2049	0,00 €	6,00 €	0,00 €		3,00 €		3,00 €	495,54 €	0,50	0,24
2050	0,00 €	6,00 €	5,50 €		3,00 €		8,50 €	504,04 €	1,37	0,66

Zu den Anmerkungen siehe Übersicht 1

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

Übersicht 3 macht deutlich, dass ein Haircut im Umfang von 50 Prozent des Nennwertes der griechischen Staatsanleihen allein nicht ausreichen würde, um zu einer tragfähigen Staatsschuldensituation in Griechenland zurückzukehren. Es bedarf darüber hinaus einer zeitlichen Umschuldung, die die Laufzeit der Schulden gegenüber öffentlichen (internationalen) Gläubigern um 10 und derjenigen gegenüber privaten Gläubigern um 20 Jahre verlängert. Der Forderungsverzicht in Höhe von 50 Prozent führt ferner dazu, dass sich die Zinszahlungen ab 2012 halbieren.

Unter diesen Voraussetzungen reichen zunächst die angestrebten Privatisierungserlöse von 40 Mrd. Euro, um die bis 2015 verbleibenden Haushaltsdefizite zu finanzieren. Eine baldige Insolvenz hätte ferner den Vorteil, dass Griechenland den Finanzierungsbetrag in Höhe von 109 Mrd. Euro aus dem zweiten Griechenland-Rettungspaket nicht benötigen würde. Die Differenz aus den Kreditzusagen von 110 Mrd. Euro und den bisher abgerufenen Mitteln in Höhe von etwa 60 Mrd. Euro

ro reichen möglicherweise sogar aus, um die griechischen Banken zu rekapitalisieren. Diese Überlegungen werden im nächsten Abschnitt behandelt.

Ab 2016 ist dann allerdings eine Primärüberschussquote von knapp vier Prozent – bei einem (durchschnittlichen) Wirtschaftswachstum von drei Prozent – notwendig, um den Staatshaushalt ohne externe Kredite zu finanzieren. Bei einem Wirtschaftswachstum von fünf Prozent würde die notwendige Primärüberschussquote noch etwas niedriger liegen. Hält man diese Quoten angesichts der aktuellen Situation in Griechenland jedoch immer noch für zu hoch, dann muss der Forderungsverzicht über 50 Prozent liegen.

Zugleich steigen mit einem realistischen Haircut aber auch die wirtschaftlichen Aussichten Griechenlands. So wird es auf der einen Seite zu einem besseren Rating der (neuen, länger laufenden) griechischen Staatsanleihen kommen, weil sich die Staatsschuldensituation (Schuldenstandsquote) deutlich verbessert hat. Auf der anderen Seite werden günstigere Zukunftsaussichten aber auch dazu führen, dass sowohl der Konsum als auch die Investitionen durch In- sowie Ausländer und damit letztlich auch das Wirtschaftswachstum ansteigen werden. Dadurch reduzieren sich Neuverschuldungs- sowie Schuldenstandsquote über Sparanstrengungen und ein höheres Wirtschaftswachstum.

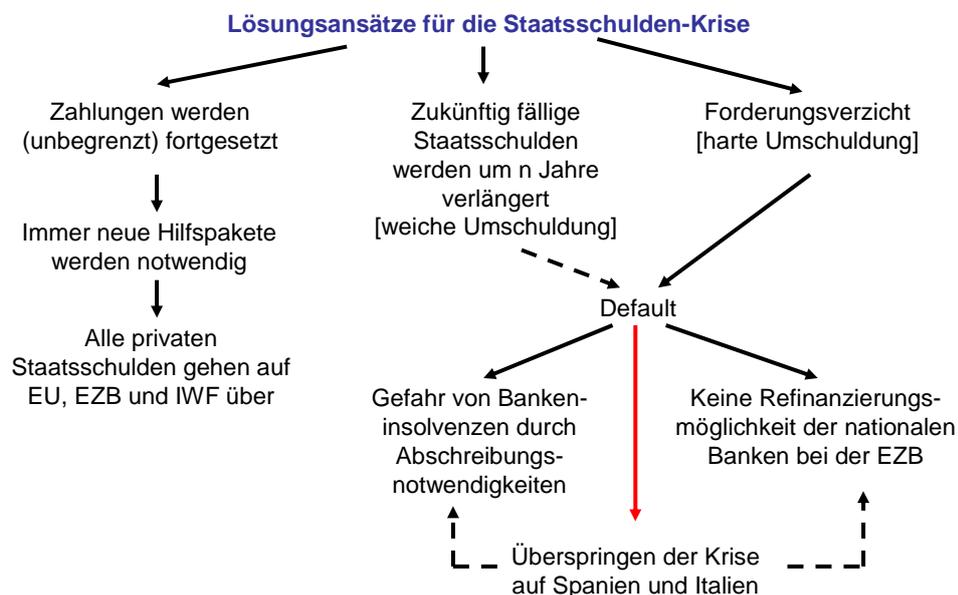
Der Verlust der Euro-Mitgliedsländer würde sich in diesem Fall gegenüber dem vorherigen Szenario verringern, da sich der Forderungsverzicht ausschließlich auf die bisher ausgezahlten Kredite bezieht. Das entspräche etwa einem Betrag von 30 Mrd. Euro (50 Prozent von 60 Mrd. Euro), von dem Deutschland ca. ein Drittel zu tragen hätte. Hinzu kämen die Abschreibungen der EZB auf ihren Bestand an griechischen Staatsanleihen in Höhe von gegenwärtig etwa 50 Mrd. Euro. Auf der anderen Seite steigen nun die Abschreibungsverluste für die privaten Gläubiger (Banken, Versicherungen, Fonds) mit der Folge, dass einzelne von ihnen möglicherweise (erneut) Hilfen benötigen. Diese Folge- und Kollateral-„Schäden“ werden im nächsten Abschnitt untersucht.

## **9. Systemische Risiken**

Hauptargument gegen eine (harte) Umschuldung Griechenlands – wie sie im letzten Szenario erläutert wurde – waren bis in die jüngste Vergangenheit Befürchtungen, ein solches Vorgehen würde systemische Risiken auslösen und damit unübersehbare Kollateralschäden verursachen. Das könnte auf der einen Seite Bankeninsolvenzen sowie Refinanzierungsschwierigkeiten der nationalen Banken bei der EZB bedeuten, auf der anderen Seite wird aber immer auch ein Übergreifen der Krise insbesondere auf Spanien und Italien befürchtet, was erhebliche Finanzierungserfordernisse bedeuten würde, wenn man sich erneut für diese „Lösungs“-Variante entscheidet. Unter systemischen Risiken sollen hier aber auch diejenigen Wirkungen diskutiert werden, die von vermeintlichen Lösungen – wie zum Bei-

spiel Euro-Bonds – ausgehen. Abbildung 6 veranschaulicht die grundsätzlichen Zusammenhänge zunächst noch einmal.

**Abbildung 6: Lösungsansätze und systemische Risiken**



Quelle: Eigene Darstellung.

## Rekapitalisierung von Banken

Die Gefahr von Bankeninsolvenzen aufgrund von Abschreibungsnotwendigkeiten ergibt sich insbesondere im Zusammenhang mit einer harten Umschuldung, die einen deutlichen Forderungsverzicht beim Nennwert der Forderung oder bei den Zinsen impliziert. Das Ausmaß der Probleme ist dabei auf der einen Seite abhängig von den Forderungen gegenüber dem Staat und den Banken der betroffenen Länder und auf der anderen Seite vom Umfang des Forderungsverzichts (Abschreibungsbedarfs). Es ist in diesem Zusammenhang ferner zu unterscheiden zwischen den nationalen Banken der betroffenen Länder und den ausländischen Banken – hier insbesondere Banken aus den Euro-Mitgliedsländern. Übersicht 4 zeigt vor diesem Hintergrund (und auf Basis der Zahlen in Anhang 8) die entsprechenden Bankforderungen geordnet nach Problemländern beziehungsweise -ländergruppen. Bei der weiteren Argumentation – die eher einem Worst-case-Szenario entspricht – wird davon ausgegangen, dass die nationalen Banken weitgehend rekapitalisiert werden müssen und dabei der gesamte Abschreibungsbedarf durch den Rettungsfonds (EFSF/ESM) zu decken ist. Bei einem kleinen Dominoeffekt in Form einer Insolvenz Griechenlands, Irlands und Portugals und einem Abschreibungsbedarf von 50 Prozent in allen drei Ländern beläuft sich der notwendige Kapitalbedarf für die nationalen Banken auf etwa 38 Mrd. Euro. Würde es hierdurch zu einem großen Dominoeffekt kommen, also auch Spanien und Italien angesteckt, bei denen ein Abschreibungsbedarf von 25 Prozent angenommen werden soll, so würde die Rekapitalisierung der dortigen nationalen Banken weitere 95 Mrd. Euro erfordern. Die Rekapitalisierung führt zugleich dazu, dass die Refinanzierung der nationalen

Banken bei der EZB gesichert ist. Geht man hingegen davon aus, dass die Rekapitalisierung durch einen rückzahlbaren Kredit oder durch einen Eigentumserwerb des Staates (EFSF/ESM) an den nationalen Banken in den Krisenländern erfolgt, dann würden die oben genannten Beträge nicht einmal (in vollem Umfang) Verluste des Steuerzahlers darstellen, „weil dieser gleichzeitig [einen] Anspruch auf die damit verbundenen Vermögenswerte erhält“.<sup>28</sup>

#### Übersicht 4: Forderungen nationaler und EU-Banken gegenüber hoch verschuldeten Ländern

	Forderungen (in Mrd. Euro)		
	EU-Banken gegenüber		Nationale Banken gegenü.
	Banken	Staat	dem Staat
Griechenland			
Irland	85,6	71,5	76,5
Portugal			
Spanien	142,3	62,9	224,4
Italien	92,1	157,6	153,4
Summe	320,0	292,0	454,3

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis der Zahlen in Anhang 8.

Weniger eindeutig ist die Situation bei den ausländischen (EU-)Banken. Übersicht 4 zeigt die Forderungen dieser Banken gegenüber dem Staat und den nationalen Banken der Krisenländer. Werden die nationalen Banken jedoch – wie zuvor erläutert – rekapitalisiert, dann sind sie auch in der Lage, ihre Verbindlichkeiten bei den internationalen Banken zu begleichen, so dass in diesem Bereich keine Verluste anfallen. Diese kommen aber bei den Forderungen gegenüber dem jeweiligen Staat zustande. Offen ist hingegen, in welchem Maße diese Forderungen bereits abgeschrieben sind oder ohne große Probleme von den Instituten selbst getragen werden können. An dieser Stelle bildet somit das haftende Eigenkapital der Bankaktionäre den ersten Puffer für Verluste. Erwirbt der Staat auch hier durch die Rekapitalisierung geldwerte Ansprüche gegen die entsprechenden Banken<sup>29</sup>, dann reduzieren sich wiederum die im Folgenden aufgeführten Zahlen. Dabei wird ferner davon ausgegangen, dass die in Übersicht 4 aufgeführten Forderungen von europäischen Banken zu 80 Prozent auf Banken der Euro-Länder entfallen.

Betrifft nun die Insolvenz zunächst wiederum nur Griechenland, Irland sowie Portugal (Abschreibungsbedarf = 50 Prozent) und müssten im Extremfall alle Abschreibungen allein durch Rettungsfonds gedeckt werden, würde dies weitere Zahlungen in Höhe von etwa 28 Mrd. Euro erfordern (80 Prozent von 71,5 und davon wiederum 50 Prozent). Kämen auch hier Spanien und Italien durch Ansteckungseff-

<sup>28</sup> Hau und Lucke (2011).

<sup>29</sup> Vgl. ebenda.

fekte hinzu (Abschreibungsbedarf = 25 Prozent), so würde sich der notwendige Unterstützungsbetrag um weitere rund 90 Mrd. Euro erhöhen.

Für die Bankenrettung würde also – unter der Annahme, dass die Banken der sonstigen Euro-Mitgliedsländer den Abschreibungsbedarf nicht selber (mit-)tragen können – bei einer Insolvenz von Griechenland, Irland sowie Portugal ein Finanzierungsbetrag von etwa 66 Mrd. Euro ergeben. Würden auch Spanien oder Italien in den Strudel hineingezogen, würden sich die notwendigen Zahlungen auf bis zu 250 Mrd. Euro erhöhen.

Bei den gesamten Kosten einer Insolvenz der zuvor angesprochenen Länder sind ferner die Staatsanleihen der betreffenden Länder im Besitz der EZB zu berücksichtigen. Der Abschreibungsbedarf auf griechische, irische und portugiesische Staatsanleihen würde sich bei einem Bestand in Höhe von etwa 80 Mrd. Euro auf 40 Mrd. Euro (= 50 Prozent) belaufen, der sich bei einer Ausweitung der Krise auf Spanien und Italien noch einmal um etwa 15 Mrd. Euro (= 25 Prozent des Bestandes) erhöhen würde. Es erscheint eher unwahrscheinlich, dass – wie Hau und Lucke (2011) annehmen – die Machtposition der EZB dazu führt, dass sie ihre Ansprüche voll durchsetzen und damit keine Verluste erleiden wird.

Der gesamte Abschreibungsbedarf beläuft sich also aus heutiger Sicht und bei einem Forderungsverzicht in Höhe von 50 Prozent für Griechenland, Irland und Portugal im schlimmsten Fall auf etwa 106 Mrd. Euro. 27 Prozent davon, also etwa 29 Mrd. Euro, würden auf Deutschland entfallen. Kämen Spanien oder Italien mit einem Forderungsverzicht in Höhe von 25 Prozent hinzu, dann würde sich der Rettungsbetrag auf bis zu 306 Mrd. Euro erhöhen. Gleichzeitig würden diese beiden Länder als Zahler in den EFSF/ESM ausfallen, so dass sich der Finanzierungsanteil Deutschlands – unter sonst gleichen Bedingungen – auf 43 Prozent oder maximal rund 131 Mrd. Euro ansteigen würde.

### **Finanzierung von Staaten versus Rekapitalisierung von Banken**

Dem gegenüber muss man aber sehen, dass bei einer weiteren oder auch zusätzlichen Finanzierung der oben angesprochenen Länder – wie die nachfolgenden Überlegungen zeigen werden – weit höhere Beträge notwendig sind, deren gesamte Rückzahlung mehr als ungewiss ist. Da die Schulden der betroffenen Krisenländer im Rahmen der jetzigen Finanzierungsstrategie immer weiter zunehmen, ist gleichzeitig damit zu rechnen, dass das Ausfallrisiko und die Ausfallhöhe zur Gewährleistung der Schuldentragfähigkeit im Zeitablauf ansteigen.<sup>30</sup> Der genaue Umfang eines möglichen Ausfalls bleibt aber bis zum konkreten Eintritt dieses Ereignisses offen, was die Attraktivität der Finanzierungsstrategie aus Sicht der Politik zusätzlich erhöhen mag. Hinzu kommt, dass die Euro-Länder durch die weitere Zinssenkung deutlich unter den Marktzins bereits heute auf entsprechende Einnahmen verzichten. Der Zinsverlust beläuft sich – allein bezogen auf die Umschul-

---

<sup>30</sup> Vgl. etwa FAZ (2011a).

dungskonditionen gegenüber den Privaten, ohne den Forderungsbetrag garantiert zu bekommen – auf jährlich etwa 5 Mrd. Euro. Über eine Laufzeit von 30 Jahren summiert sich auch dies auf 150 Mrd. Euro. Die weiteren Überlegungen zeigen ferner, dass die Ausgabe von Euro-Bonds ebenfalls zu zusätzlichen Zinskosten führen wird, die hier bei der nationalen Belastung zu berücksichtigen sind – zumindest für Deutschland. Als weitere Argumente kommen hinzu, dass das Wirtschaftswachstum der betroffenen Länder wahrscheinlich schneller sowie stärker steigen wird als im Falle einer endlosen Finanzierung und auch die eigenständige Finanzierung an den privaten Finanzmärkten schneller wieder möglich erscheint.

Bei dem jüngsten Griechenland-Rettungspaket hat man diesen Befürchtungen bereits – zum Teil – Rechnung getragen. Kommt es im Zusammenhang mit der (freiwilligen) Umtauschaktion im Herbst 2011 zu einer Herabstufung griechischer Staatsanleihen auf das unterste Niveau „default“, dann ist die EFSF autorisiert, griechische Banken im notwendigen Maß zu rekapitalisieren und gleichzeitig Garantien gegenüber der EZB abzugeben, um ihre Refinanzierung zu gewährleisten. Erwartet wird ferner, dass sich das Rating nach kurzer Zeit – gerade wegen der Umschuldung – wieder verbessern wird und daher die griechischen Staatsschuldtitel wieder von der EZB akzeptiert werden.

Käme es im Jahre 2020 zu einer zweiten Umschuldung, so würde dies keine grundsätzlich neuen Probleme mit sich bringen. Auf der einen Seite wären bei den privaten Banken „nur“ die Zinszahlungen betroffen. Das würde schlimmstenfalls – erneut – vorübergehende Probleme für die Banken mit sich bringen, die über den ESM gelöst werden könnten. Hinzu kommt, dass die Einnahmeausfälle ab 2020 möglicherweise besser zu verkraften sind, weil bis dahin auch die Umsetzung von Basel III realisiert sein soll.<sup>31</sup> Auf der anderen Seite ist der Forderungsverzicht (Nennwert und Zinsen) der öffentlichen Gläubiger nicht mit ähnlichen Problemen wie bei den Banken verbunden. Bei ihnen geht es in erster Linie darum, die anfallenden Verluste über die nationalen Haushalte zu tragen. Für Deutschland würde dies – wie zuvor bereits erläutert – voraussichtlich einen Beitrag zwischen 30 und 40 Mrd. Euro bedeuten.

Die daraus erwachsenden Wirkungen für den deutschen Haushalt lassen sich der folgenden Übersicht 5 entnehmen. Die Spalten enthalten dabei den potentiellen Abschreibungsbedarf. Die Prozentangaben in der Matrix zeigen vor diesem Hintergrund, um welchen Prozentsatz die Ausgaben sinken, die Einnahmen oder die Verschuldung – bezogen auf das Jahr 2011 – steigen müssten, um den jeweiligen Betrag zu „finanzieren“.

---

<sup>31</sup> Vgl. hierzu auch Schulz und Smeets (2011).

## Übersicht 5: Einfluss von Abschreibungen auf den deutschen Haushalt

	Abschreibungsbedarf (in Euro)			
	10 Mrd.	50 Mrd.	100 Mrd.	200 Mrd.
Verminderung der Ausgaben 2011	0,85 %	4,26 %	8,52 %	17,00 %
Erhöhung der Einnahmen 2011	0,90 %	4,50 %	9,00 %	18,00 %
Anstieg der Defizitquote 2011 (in Prozentpunkten)	0,38	1,90	3,85	7,70

Quelle: Eigene Berechnungen.

Unklar ist hingegen, wie sich eine zwangsweise Umschuldung auf die Situation in Spanien und Italien auswirken wird. Da die hier in Betracht gezogene (zwangsweise) Umschuldung aber erst 2020 zustande käme, wird sich diese Frage nicht mehr stellen. Entweder die beiden Länder haben bis zu diesem Zeitpunkt „durchgehalten“ und ihre Haushalte erfolgreich saniert, dann wird auch eine Umschuldung Griechenlands keine negativen Rückwirkungen (mehr) haben, oder die privaten Märkte für Staatsschulden dieser Länder sind – was zu befürchten ist – schon viel früher zusammengebrochen, so dass Italien und Spanien längst am finanziellen Tropf der Euroländer hängen. Dann geht es aber mit Sicherheit nicht mehr um Ansteckungseffekte (bei diesen beiden Ländern), sondern vielmehr um Fragen der internationalen Finanzierung und möglicherweise steigender Inflationsraten in Europa.

## Übersicht 6: Finanzierungsbedarf in der EWU (in Mrd. Euro)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Tilgung	28,3 €	23,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €	0,0 €
<b>GR</b>	Zins	13,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	16,0 €	16,0 €	17,0 €	17,0 €	18,0 €	18,0 €	19,0 €
	Kum-Sum	41,3 €	79,3 €	94,3 €	109,3 €	125,3 €	141,3 €	158,3 €	175,3 €	193,3 €	211,3 €	230,3 €
	Tilgung		4,4 €	5,9 €	6,0 €	11,9 €	0,2 €	10,2 €	0,0 €	54,9 €	14,5 €	26,8 €
<b>Irland</b>	Zins		20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €
	Kum-Sum		24,4 €	50,3 €	76,3 €	108,2 €	128,4 €	158,6 €	178,6 €	253,5 €	288,0 €	334,8 €
	Tilgung		15,7 €	18,4 €	10,8 €	16,0 €	11,9 €	10,2 €	7,1 €	7,1 €	8,8 €	9,3 €
<b>Portugal</b>	Zins		15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €	15,0 €
	Kum-Sum		30,7 €	64,1 €	89,9 €	120,9 €	147,8 €	173,0 €	195,1 €	217,2 €	241,0 €	265,3 €
	Tilgung			109,4 €	75,4 €	67,9 €	42,5 €	37,1 €	30,1 €	17,8 €	30,2 €	19,7 €
<b>Spanien</b>	Zins			20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €	20,0 €
	Kum-Sum			129,4 €	224,8 €	312,7 €	375,2 €	432,3 €	482,4 €	520,2 €	570,4 €	610,1 €
	Tilgung			244,8 €	144,9 €	106,8 €	139,5 €	68,0 €	86,0 €	59,5 €	70,0 €	73,0 €
<b>Italien</b>	Zins			70,0 €	70,0 €	70,0 €	70,0 €	70,0 €	70,0 €	70,0 €	70,0 €	70,0 €
	Kum-Sum			314,8 €	529,7 €	706,5 €	916,0 €	1.054,0 €	1.210,0 €	1.339,5 €	1.479,5 €	1.622,5 €
<b>Ges-Jahr</b>		41,3 €	93,1 €	518,5 €	377,1 €	343,6 €	335,1 €	267,5 €	265,2 €	282,3 €	266,5 €	272,8 €
<b>Gesamt-1</b>		41,3 €	134,4 €	208,7 €	275,5 €	354,4 €	417,5 €	489,9 €	549,0 €	664,0 €	740,3 €	830,4 €
<b>Gesamt-2</b>		41,3 €	134,4 €	652,9 €	1.030,0 €	1.373,6 €	1.708,7 €	1.976,2 €	2.241,4 €	2.523,7 €	2.790,2 €	3.063,0 €

Tilgung : Tilgung **privater** Schulden

Ges-Jahr : Finanzierungsbedarf pro Jahr

Kum-Sum: Kumulierte Summe

Gesamt-1 : Kumulierte Summe GR, Irland und Portugal

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

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

Lassen es jedoch die Entwicklungen in der nächsten Zeit als „alternativlos“ erscheinen, auch die Staatsschulden Spaniens und Italiens durch die Rettungsschirme der EWU zu finanzieren, dann bringt dies ganz erhebliche Probleme mit sich. Übersicht 6 zeigt dabei zunächst den kumulierten Finanzierungsbedarf aller dann unter Rettungsprogrammen stehenden Länder bis 2020. Insgesamt handelt es sich dabei noch um eine konservative Schätzung des Gesamtvolumens. So wurde bereits die geplante Umschuldung Griechenlands berücksichtigt. Außerdem wurden für alle Länder die Zinszahlungen des Jahres 2011 in die Zukunft fortgeschrieben, obgleich eher mit steigenden Zinszahlungen zu rechnen ist, da die Verschuldung in den betroffenen Ländern (zunächst) noch weiter ansteigen wird. Ferner betreffen die Tilgungszahlungen für alle Länder nur die privaten Schulden. Für Spanien und Italien wurden darüber hinaus für 2011 keine Finanzierungsbeträge berücksichtigt, weil sich beide Länder bisher am privaten Kapitalmarkt finanzieren konnten.

Betrachtet man vor diesem Hintergrund die notwendigen Finanzierungsbeträge, dann erfordert allein die – zweifelsfrei bis zu diesem Zeitpunkt notwendige – öffentliche Finanzierung Griechenlands, Irlands und Portugals einen Betrag in Höhe von 830 Mrd. Euro. Würde man darüber hinaus auch Spanien und Italien ab 2012

aus Rettungstöpfen der EWU finanzieren, so erhöhte sich der gesamte Finanzierungsbedarf allein bis 2020 auf rund 3000 Mrd. Euro. Das entspricht etwa 120 Prozent des BIP der Bundesrepublik Deutschland im Jahre 2011.

Stellt man die Kosten der gegenwärtig dominierenden Finanzierungsstrategie den Kosten einer – vorher bereits erläuterten – Insolvenz bei gleichzeitiger Rekapitalisierung der Banken gegenüber, dann ergeben sich die in Übersicht 7 aufgezeigten Alternativen. Dabei bleiben die Kosten im Sinne eines Forderungsverzichts bei der Finanzierung jedoch offen. Würden alle Krisenländer ihre Rettungskredite („Finanzierung bis 2020“ in Übersicht 7) vereinbarungsgemäß und mit marktüblichen Zinsen zurückzahlen, würden gar keine Kosten entstehen. Kommt es – beispielsweise – hingegen erst 2020 zu einem Forderungsverzicht in Höhe von 50 Prozent gegenüber Griechenland, Irland und Portugal, dann beliefen sich die Kosten bereits auf 415 Mrd. Euro, die dann den 106 Mrd. Euro bei einer Rekapitalisierung der Banken gegenübergestellt werden müssten. Erfordert die Schuldentragfähigkeit 2020 sogar einen höheren Forderungsverzicht als 50 Prozent, würden die Ausfallkosten entsprechend steigen. Entsprechendes gilt für den deutschen Anteil an diesen Kosten.

### Übersicht 7: Finanzierung von Staaten versus Rekapitalisierung von Banken (in Mrd. Euro)

	Finanzierung bis 2020		Rekapitalisierung nat. Banken		Rekapitalisierung Euro-Banken		E Z B		S u m m e Rekapitalisierung	
	GIP	GIIPS	GIP	GIIPS	GIP	GIIPS	GIP	GIIPS	GIP	GIIPS
Insges.	<b>830</b>	<b>3063</b>	38	133	28	118	40	55	<b>106</b>	<b>306</b>
Deutshl.	<b>240</b>	<b>1317</b>	11	57	7	51	11	23	<b>29</b>	<b>131</b>

GIP : Griechenland, Irland, Portugal

GIIPS : Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien

Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis der Übersichten in Anhang 8.

Allein die Finanzierung Griechenlands, Irlands und Portugals verschlingt also bis 2020 einen Gesamtbetrag in Höhe von etwa 830 Mrd. Euro. Der Betrag von 240 Mrd. Euro in Übersicht 7 zeigt den deutschen Anteil von etwa 27 Prozent daran.<sup>32</sup> Konkrete hieraus erwachsende (aber erst in der Zukunft anfallende) Kosten hängen ab – wie das zuvor angeführte Beispiel erläutert – von der Höhe eines später gleichwohl notwendigen Forderungsverzichts. Käme es hingegen in diesen drei Ländern zur „sofortigen“ Insolvenz mit einem Abschreibungsbedarf von jeweils 50 Prozent, dann erfordert die Rekapitalisierung der Banken und der Verlust der EZB einen maximalen Ausgleichsbetrag in Höhe von 106 Mrd. Euro. Der deutsche Bei-

<sup>32</sup> Der Beitrag an Garantien, der notwendig ist, um den Betrag von 830 Mrd. Euro zu günstigen Zinsen (gutes Rating) zu finanzieren, könnte dabei noch deutlich höher sein.

trag hieran würde sich auf 29 Mrd. Euro belaufen. Diese Beträge basieren auf der Annahme, dass die privaten Banken keinen eigenen Beitrag zu den Abschreibungsbeträgen leisten und die Rekapitalisierung auch keine geldwerten Ansprüche beim Staat begründet. Sollte dies hingegen – zumindest teilweise – der Fall sein, würde sich der Betrag von 106 bzw. 29 Mrd. Euro entsprechend reduzieren. Es handelt sich hierbei also um eine Modellrechnung, die vom schlechtesten aller denkbaren Fälle ausgeht.<sup>33</sup>

Bei einem Übergreifen der Krise auf Spanien und Italien würde sich bis 2020 ein Finanzierungsbedarf von 3063 Mrd. Euro ergeben, an dem Deutschland mit mindestens 1317 Mrd. Euro beteiligt wäre.<sup>34</sup> Würde man auch in diesem Falle statt einer Finanzierung (mit späterem Forderungsausfall) der Krisenländer die Banken jetzt – bei einem Abschreibungsbedarf von 25 Prozent – rekapitalisieren, verursachte dies im Extremfall Kosten in Höhe von 306 Mrd. Euro. Deutschland wäre daran mit 131 Mrd. Euro beteiligt. Die im letzten Abschnitt vorgenommenen Einschränkungen gelten auch hier. In beiden Fällen – also bei kleinem und bei großem Dominoeffekt – zeigt sich jedoch, dass trotz der wenig vorteilhaften Annahmen die Kosten einer Rekapitalisierung der Banken wahrscheinlich deutlich niedriger liegen als diejenigen einer (vorübergehenden) Finanzierung der entsprechenden Krisenstaaten.

## **Euro-Bonds**

Angesichts der „drohenden“ Finanzierungserfordernisse hat man im Vorfeld des Treffens von Kanzlerin Merkel und Staatspräsident Sarkozy am 16. August 2011 (erneut) auch über die Einführung von Euro-Bonds diskutiert. Hierdurch sollen bestehende Unsicherheiten bezüglich der Finanzierung spanischer und italienischer Staatsschulden ausgeräumt werden. Euro-Bonds sind aber kein gänzlich neues Finanzierungsinstrument, sondern spielen bereits im Rahmen des ab 2013 geplanten permanenten Rettungsschirms (ESM) eine bedeutende Rolle. Mit ihrer Hilfe sollen nämlich diejenigen Mittel aufgebracht werden, die anschließend den von der Illiquidität oder Insolvenz bedrohten Staaten in Form von Krediten zur Verfügung gestellt werden. Bisher war allerdings vorgesehen, dass ihr Umfang auf das Volumen des Rettungsfonds und auf Länder begrenzt wird, die einer EWU-Rettungsmaßnahme unterliegen. Bei den jetzt diskutierten Euro-Bonds geht es hingegen um eine im Prinzip grundsätzliche und damit auch unbegrenzte Finanzierungsform der europäischen Staatsverschuldung.

Hinsichtlich der Ausgestaltung und der Rahmenbedingungen solcher Euro-Bonds stehen verschiedene Vorschläge im Raum: Ein erster Vorschlag geht zurück auf

---

<sup>33</sup> Hau und Lucke (2011) ermitteln deutlich niedrigere Kosten, weil sie von positiveren Annahmen ausgehen.

<sup>34</sup> Da Italien und Spanien dann nicht mehr in die Rettungsschirme einzahlen, erhöht sich der Finanzierungsanteil Deutschlands auf etwa 43 Prozent.

Jakob von Weizsäcker und Jacques Delpla, und wurde erstmals im Mai 2010 vorgelegt.<sup>35</sup> Sie schlagen vor, zwischen sogenannten „Blue Bonds“ und „Red Bonds“ zu unterscheiden. Blue Bonds sind dabei die eigentlichen Euro-Bonds, die von den Staaten der Euro-Zone gemeinsam emittiert werden und für die sie auch gesamtschuldnerisch haften. Diese Blue Bonds sollen allen Mitgliedsländern bis zu einer Schuldenstandsquote von 60 Prozent zur Verfügung stehen. Darüber hinaus können Red Bonds von denjenigen Staaten ausgegeben werden, deren Schuldenstandsquote die 60-Prozent-Grenze übersteigt. Hierbei handelt es sich aber um eine rein nationale Emission, für die auch keine europäische Haftung besteht.

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

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

---

<sup>35</sup> Vgl. hierzu von Weizsäcker und Delpla (2011).

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

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

Der Umfang an Euro-Bonds wird zunächst durch den notwendigen Finanzierungsbedarf der betroffenen Länder bestimmt. Wie Übersicht 6 veranschaulicht, erfordert allein die Finanzierung Griechenlands, Irlands und Portugals bis 2020 einen Betrag in Höhe von etwa 830 Mrd. Euro. Kämen Spanien und Italien ab 2012 hinzu, so erhöhte sich der gesamte Finanzierungsbedarf bis 2020 auf rund 3000 Mrd. Euro.

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

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

Bei einer Finanzierung über die EZB kommt ferner das Problem künftiger Inflationsgefahren hinzu. Ein jährlicher Finanzierungsbedarf von durchschnittlich ca. 300 Mrd. Euro entspräche etwa 20 Prozent der Geldbasis, auf deren Grundlage die Geldmengenaggregate entstehen. Nur wenn es der EZB gelingt, diesen Liquiditätszufluss auf Dauer über andere Finanzierungsinstrumente wieder vom Markt zu

nehmen (zu „sterilisieren“), kann das Risiko einer künftigen Inflation ausgeschlossen werden. Die Finanzierung führt dann lediglich zu einer Umstrukturierung der Entstehungskomponenten der Geldbasis. Gelingt eine solche Sterilisation jedoch nicht (vollständig), so erhöht sich die Inflationsgefahr auf längere Sicht. Hinzu kommen das Verlustrisiko der EZB durch den Ankauf ausfallgefährdeter nationaler Staatsschuldtitel sowie ein Vertrauensverlust in die EZB als von der Politik unabhängige Hüterin der Preisniveaustabilität.

In der Anfangsphase einer Finanzierung über Euro-Bonds werden Problemländer ihre Staatsschuld zu einem Zinssatz finanzieren können, der deutlich unter dem Marktzins für nationale Emissionen dieser Länder liegt. Das bedeutet zugleich auch einen deutlich reduzierten Schuldendienst. Dies gilt allerdings gegenwärtig schon für Griechenland, Irland und Portugal, deren Zins beim letzten Krisengipfel auf 3,5 Prozent herabgesetzt wurde. Der umgekehrte Effekt trifft jedoch auf diejenigen Mitgliedsländer der Euro-Zone zu, die (bisher) vergleichsweise solide Staatsfinanzen aufweisen und über ein gutes Rating (AAA) verfügen. Hierzu zählen gegenwärtig insbesondere Deutschland, Frankreich (bereits mit gewissen Einschränkungen), Österreich, die Niederlande, Luxemburg und Finnland. Diese Länder müssten in Zukunft einen höheren Zins bei der Finanzierung ihrer Staatsverschuldung zahlen. Es soll an dieser Stelle nicht über das Ausmaß des Zinsanstiegs spekuliert werden.<sup>36</sup> Jeder Prozentpunkt allerdings, um den der Zins, den Deutschland dann zu zahlen hätte, ansteigen würde, erhöht – bezogen auf die Staatsverschuldung des Jahres 2010 – den Schuldendienst um jährlich ca. 21 Mrd. Euro; mit steigender Tendenz.

Die daraus entstehenden Wirkungen für den deutschen Haushalt lassen sich wiederum der Übersicht 5 entnehmen. Die Spalten sind dabei als potentieller Anstieg des Schuldendienstes zu interpretieren. Eine Erhöhung von etwa 10 Mrd. Euro käme – bezogen auf die zuvor beschriebene aktuelle Situation – zum Beispiel dann zustande, wenn der Zinssatz für Euro-Bonds um 0,5 Prozentpunkte über dem Zinssatz für deutsche Staatsanleihen liegen würde. Um 50 Mrd. Euro würde sich der Schuldendienst hingegen bei einem Anstieg des Zinssatzes um rund 2,5 Prozentpunkte erhöhen. Die Prozentangaben in der Matrix zeigen wiederum, um welchen Prozentsatz die Ausgaben sinken, die Einnahmen oder die Verschuldung – bezogen auf das Jahr 2011 – steigen müssten, um den jeweils höheren Schuldendienst zu „finanzieren“.

Neben den Zinswirkungen geht es aber auch um die Anreizwirkungen einer solchen Politik. Auf der einen Seite ist zu befürchten, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen zu einer immer weiter ansteigenden Staatsverschuldung führen werden, die dann als alternativlos „verkauft“ wird. Die Erfahrung der zurücklie-

---

<sup>36</sup> Die Rating-Agentur Standard & Poor's hat allerdings angekündigt, das Rating und damit der Zins für Euro-Bonds würde sich am schwächsten Glied der Kette (Griechenland) orientieren. Vgl. hierzu FAZ (2011e).

genden Jahre ohne entsprechende Risikoprämien hat ferner gezeigt, dass es der Politik kaum gelingen wird, über entsprechende Rahmenbedingungen wie etwa den Stabilitätspakt oder direkte Haushaltsvorgaben die Verschuldung effektiv zu begrenzen – allen politischen Schwüren zum Trotz. Auf der anderen Seite würde dies bedeuten, dass ein Europäisches Finanzministerium oder eine Europäische Schuldenagentur in Zukunft jeden – vermeintlich notwendigen – Finanzierungsbedarf bedienen wird. Der Transferunion wären damit keine Grenzen mehr gesetzt. Zugleich transformiert man aber auch die gegenwärtig (noch) nationalen Verschuldungsprobleme auf diese Weise zunehmend auf die europäische Ebene, so dass wir möglicherweise in einigen Jahren über eine Insolvenz der gesamten Euro-Zone diskutieren. Ein solches Horror-Szenario soll deutlich machen, dass eine Finanzierung der europäischen Staatsschulden – wie sie gegenwärtig von vielen gefordert wird – auf Dauer nicht möglich ist. Eine solche Politik schadet der Euro-Zone langfristig eher, als dass sie ihr nutzt.<sup>37</sup>

Als weitere Alternative, entsprechend umfangreiche Mittel zur Finanzierung der Krisenländer bereitzustellen, wird seit Ende September 2011 in verstärktem Maße über eine „Hebelung“ der EFSF-Kredite nachgedacht – und zwar noch bevor die Aufstockung auf 440 Mrd. Euro endgültig beschlossen wurde. Von politischer Seite wird dies dann als eine „möglichst effiziente Nutzung“ der EFSF-Mittel oder „Stärkung des Rettungsfonds“ bezeichnet.<sup>38</sup> Eine Möglichkeit, entsprechende Hebelwirkungen zu entfalten, besteht darin, die EFSF mit einer Banklizenz auszustatten, so dass sie sich bei der EZB refinanzieren und dadurch ein Vielfaches an Krediten vergeben könnte. Einsetzen könnte sie dabei auch die Staatsschuld-papiere der Krisenländer, da sie weiterhin uneingeschränkt als Sicherheiten von der EZB akzeptiert werden. Dies käme aber einer (in der Euro-Zone verbotenen) monetären Finanzierung der Staatsschulden gleich, weshalb sich insbesondere die Deutsche Bundesbank gegen diesen Vorschlag ausgesprochen hat.<sup>39</sup> Ferner würde auf diese Weise das Haftungsrisiko für die beteiligten Länder ebenfalls gehebelt. Andere Varianten sehen etwa eine Verbriefung von Wertpapieren vor, die dann an Investoren in Drittländern verkauft werden sollen. Dies kommt den strukturierten Produkten nahe, mit denen man eigentlich hinreichend schlechte Erfahrungen im Rahmen der Finanzkrise gemacht hat. Entscheidend ist jedoch, dass eine Hebelung stets auch das Haftungsrisiko für die bürgenden Staaten erhöht.

Je stärker aber die Finanzierungsbeträge der Rettungsfonds und damit die Bürgschaften der Euro-Mitgliedsländer in Zukunft steigen, desto größer wird auch das Risiko und die Höhe eines potenziellen Forderungsausfalls. Mit Hilfe von Übersicht 5 ließ sich bereits veranschaulichen, um welche Prozentsätze die Ausgaben sinken und die Einnahmen oder die Verschuldung – bezogen auf Deutschland für das Jahr 2011 – steigen müssten, um den jeweiligen Ausfall zu „finanzieren“.

---

<sup>37</sup> Zu einer gegenteiligen Position siehe etwa Welfens (2011).

<sup>38</sup> Vgl. beispielhaft NZZ (2011) und FAZ (2011b).

<sup>39</sup> Vgl. FAZ (2011c).

Würde man sich – was aus politischen Gesichtspunkten heraus wahrscheinlich ist – für eine erhöhte Neuverschuldung entscheiden, hätte dies wiederum negative Rückwirkungen auf die Verschuldungssituation Deutschlands zur Folge. Eine sonst mögliche Primärüberschussquote würde sich entsprechend reduzieren oder gar in eine Primärdefizitquote umschlagen. Welche Einflüsse davon auf die längerfristige Verschuldungssituation Deutschlands ausgehen, lässt sich vor dem Hintergrund verschiedener in Anhang 6 zusammengefasster Szenarien abschätzen. Der konkrete Anpassungspfad ist dabei abhängig von den tatsächlichen Forderungsausfällen. Bereits heute warnt allerdings die Ratingagentur Standard & Poor's vor einer finanziellen Überforderung Deutschlands durch immer höhere Rettungsfonds, die am Ende auch Deutschlands Bonität negativ beeinflussen könnte.<sup>40</sup>

EU-Energiekommissar Oettinger äußerte im Vorfeld des Zusammentreffens zwischen Merkel und Sarkozy gegenüber dem Handelsblatt vom 15. August 2011 Bedenken, eine Insolvenz Italiens werde die Euro-Zone „wahrscheinlich sprengen, weil Italien dann als Geberland des Europäischen Rettungsfonds EFSF ausfalle“. Was bedeutet dies aber konkret? Lässt sich – aus politischen oder ökonomischen Gründen – der oben beschriebene notwendige Finanzierungsbedarf von den verbliebenen Mitgliedsländern nicht bereitstellen, so muss Italien zunächst einmal seinen Haushalt weitgehend aus eigener Kraft sanieren. Gegebenenfalls muss das Land mit seinen Gläubigern über einen Forderungsverzicht (Haircut) verhandeln. Sollte Italien der Ansicht sein, die Konsolidierungsmaßnahmen durch einen (vorübergehenden) Austritt aus der Euro-Zone besser vollziehen zu können, wird man sich gegebenenfalls auch für diese Option entscheiden. Dies bedeutet aber – wenn der Fall überhaupt eintreten sollte – zunächst „nur“, dass die Euro-Zone nicht in der gegenwärtigen Zusammensetzung weiter besteht, sondern sich „gesund-schrumpft“. Die Euro-Zone selbst bleibt jedoch erhalten. Bei all diesen Überlegungen sollte ferner nicht aus dem Auge verloren werden, dass die **wirtschaftliche** Integration Europas nicht in erster Linie durch den – wenn auch politisch sehr zugkräftigen – Euro, sondern durch den Europäischen Binnenmarkt und den damit verbundenen Freihandel zwischen allen 27 Mitgliedsländern geprägt wurde und wird.

## **10. Austritt Griechenlands aus der EWU**

Als eine Alternative zur (finanziellen) Stützung Griechenlands durch die anderen Euro-Mitgliedsländer wurde und wird immer auch der Austritt oder Ausschluss Griechenlands aus der EWU vorgeschlagen, um während einer „Aus-Zeit“ die internationale Wettbewerbsfähigkeit zurück zu gewinnen. Dabei sind die rechtlichen Aspekte eines solchen Vorgehens weitgehend ungeklärt. Fest steht allerdings, dass der Ausschluss eines Mitgliedslandes aus der EWU unmöglich ist. Unterschiedliche Meinungen gibt es allerdings zu den Fragen, ob eine staatliche Insolvenz ohne Austritt aus der EWU möglich ist und ob ein Austritt aus der EWU zu-

---

<sup>40</sup> Vgl. FAZ (2011d).

gleich auch einen Austritt aus der EU impliziert.<sup>41</sup> Obgleich diese Variante unter politischen Gesichtspunkten wohl eher keine Rolle spielen wird, sollen ihre Konsequenzen an dieser Stelle kurz erläutert werden.

Wird dieses Szenario allerdings relevant, dann müsste Griechenland zunächst wieder eine nationale Währung einführen (etwa die „Neue Drachme“), die nach dem Austritt sicherlich schnell und deutlich abgewertet würde. Diese Entwicklung führt auf der einen Seite dazu, dass die auf Euro lautenden Schulden Griechenlands zu Schulden in Auslandswährung werden. Auf der anderen Seite wird die unmittelbar einsetzende Abwertung der nationalen griechischen Währung dazu führen, dass die Verschuldung – in heimischer Währung gerechnet – noch weiter ansteigt. Käme es etwa zu einer 50-prozentigen Abwertung der griechischen Währung, würde dies einen Anstieg der aktuellen Staatsverschuldung von 320 Mrd. Drachmen auf 480 Mrd. Drachmen bedeuten. Spätestens dann würde man die Insolvenz Griechenlands wohl nicht mehr in Zweifel ziehen.

Durch einen Austritt Griechenlands aus der EWU ändern sich die zuvor aufgestellten Kriterien und Überlegungen daher wie folgt: Die Altschulden in Euro werden nun zu Auslandsschulden in Fremdwährung (FB), die letztlich nur durch Überschüsse in der Leistungsbilanz<sup>42</sup> (LB) beziehungsweise durch den Rückgriff auf Währungsreserven (R) zu finanzieren sind. Das Nettoauslandsvermögen, das über die Insolvenz oder Illiquidität eines Landes entscheidet, ergibt sich dann in Analogie zu (1) wie folgt:

$$(6) \quad NAV = R_0 + \sum_{t=0}^n \left[ \frac{(LB_t)}{(1+r)^t} \right] - FB_0$$

Auch in diesem Fall wird es äußerst schwierig sein, den Wert der zukünftigen Leistungsbilanzüberschüsse abzuschätzen. Leichter fällt hingegen die Bemessung des „Vermögens“ in Form der Währungsreserven<sup>43</sup>. Letztlich wird man aber auch hier in erster Linie auf das Kriterium der Illiquidität abstellen müssen, das sich nun – wie Gleichungen (7) und (8) zeigen – als notwendiger Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschuss (HDBÜ) beziehungsweise dessen Quote im Verhältnis zum nominalen BIP (HDBÜQ) ergibt:

$$(7) \quad HDBÜ = z \cdot FB + Til = Y - A$$

<sup>41</sup> Vgl. hierzu ausführlich etwa Seidel (2007) und (2010) sowie DekaBank (2010).

<sup>42</sup> Hierbei ist zu beachten, dass der Handels- und Dienstleistungsbilanz (HDB)-Überschuss größer sein muss als der Leistungsbilanzüberschuss, da bei einem Netto-Schuldnerland gilt:  $LB = HDB - z \cdot FB$ . Der HDB-Saldo bildet auch den Aktionsparameter für die Politik.

<sup>43</sup> Vgl. hierzu auch die Angaben in Fußnote 25.

$$(8) \quad \text{HDBÜQ} = \frac{\text{HDBÜ}}{Y^{\text{nom}}}$$

Gleichung (7) zeigt vor dem Hintergrund der Absorptionstheorie ferner, wie stark die nationale Produktion (Y) steigen und die nationale Absorption (A) – bestehend aus privatem Konsum und Investitionen sowie den Staatsausgaben – sinken muss, um den notwendigen HDBÜ zu garantieren. Dies entspricht der nationalen Aufbringung des Finanzierungsbedarfs in Form des Primärüberschusses in Gleichung (3). Ist mit dem Austritt aus der EWU zugleich eine Abwertung der (wieder) eingeführten nationalen Währung verbunden, so steigen damit auch der Finanzierungsbedarf in heimischer Währung und die notwendige positive Differenz zwischen Produktion und Absorption. In diesem Fall steht aber auch eine weitere Politikvariable in Form des Wechselkurses zur Verfügung. Ansonsten lassen sich die zuvor angestellten Überlegungen bezüglich Insolvenz und Umschuldung in heimischer Währung analog auf die Auslandsverschuldung übertragen. Für eine notwendige Rettung des nationalen (griechischen) Bankensystems wäre nun jedoch das ausgetretene Land selbst, etwa in Form der Zentralbank als „lender of last resort“, zuständig. Darüber hinaus besteht auch nicht die Notwendigkeit, vorhandene Primärdefizite im Staatsbudget (temporär) durch supranationale Institutionen zu finanzieren, da der Staat selbst diese Lücke schließen kann – wenn auch kurzfristig nur über die Zentralbank, die nun nationales Geld bereitstellen müsste, da wohl kein Investor neu ausgegebene Staatsschuldtitel zu erwerben bereit sein wird. In diesem Fall würde der Staat sein Budgetdefizit zumindest teilweise über (höhere) Inflation finanzieren. Die erwartete Abwertung der „Neuen Drachme“ würde ferner zu einem Anstieg der (Nominal-)Zinsen führen, der – in Abhängigkeit von der Erwartungsbildung der privaten Wirtschaftssubjekte – wiederum einen Rückgang der (Investitions-) Ausgaben nach sich ziehen könnte.

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

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

Längerfristig lässt sich eine erneute Staatsschuldenkrise nur durch präventive Maßnahmen in Form des Marktmechanismus und des SWP vermeiden – auch wenn aus heutiger Sicht der Eindruck entstehen mag, dass beide in der aktuellen Situation versagt haben. Dabei gilt es jedoch zu bedenken, dass die Explosion der

Staatsschulden insbesondere im Rahmen der Finanzkrise zustande gekommen ist.<sup>44</sup> Noch im Jahr 2007 verfehlte nur Griechenland von den Mitgliedsländern der EWU mit 5,1 Prozent das Defizitkriterium.<sup>45</sup> Aber erst nachdem das Defizit 2008 noch weiter auf 7,7 Prozent anstieg, wurde 2009 ein Defizitverfahren eingeleitet. Im Fall Griechenlands kommt hinzu, dass die Entwicklung der Staatsverschuldung bewusst verschleiert wurde<sup>46</sup> und somit auch ein funktionierender SWP kaum hätte greifen können<sup>47</sup>.

Alle am 4. Oktober 2011 beschlossenen Neuregelungen des SWP stellen zweifelsfrei einen Schritt in die richtige Richtung dar. Dies gilt insbesondere für die Berücksichtigung der Schuldenstandsquote und die Konkretisierung bisher unbestimmter Vorgaben und Abläufe. Doch erst eine automatische Sanktionierung von „Fehlverhalten“, die unmittelbar nach der Feststellung eines übermäßigen Defizits durch die Kommission einsetzt und bereits in der ursprünglichen Diskussion vom damaligen deutschen Finanzminister Waigel gefordert wurde, könnte dem SWP deutlich mehr Durchschlagskraft verleihen. Ein wesentliches Element hierbei wäre, dass die Entscheidung der Kommission über das Vorliegen eines übermäßigen Defizits – wenn überhaupt – nur mit einer umgekehrten qualifizierten Mehrheit im ECOFIN-Rat (vorübergehend) aufgehoben werden könnte. Anderenfalls würden automatisch und unmittelbar nach der Entscheidung der Kommission entsprechende Sanktionen greifen. Käme es zu einem Stimmrechtsentzug für betroffene Mitgliedsländer im (ECOFIN-)Rat, fiel es umso schwerer, die notwendigen Stimmen für eine umgekehrte qualifizierte Mehrheit zu erreichen und damit Sanktionen (zunächst) auszuschließen. Fraglich bleibt allerdings, ob Geldstrafen in diesem Zusammenhang anreizkompatibel wirken. Ohne diese weitergehenden Änderungen zur Stärkung des SWP in der gerade verabschiedeten Form wird er auch künftig nicht die notwendige Durchschlagskraft besitzen, um neue Krisen zu vermeiden.

Bei den weiteren (fiskalischen) Rahmenbedingungen konkurrieren dauerhafte supranationale Rettungsfonds über 2013 hinaus sowie Euro-Bonds, die letztlich die Transferunion zu Lasten der Steuerzahler etablieren, mit einem Insolvenzverfahren für Staaten, das entstehende (Ausfall-)Kosten (auch) privaten Wirtschaftssubjekten – wie zum Beispiel Banken und Investmentfonds – auferlegt. Dies würde zugleich dazu führen, dass risikobedingte Zinssteigerungen eine marktmäßige Disziplinierung von Schuldnerstaaten bewirken. Ohne das drohende Ausfallrisiko können die Kapitalmärkte keine „Aufpasserfunktion“ übernehmen und abschreckend auf Schuldensünder wirken. Insgesamt erfordert eine marktmäßige Disziplinierung folglich, dass es den Politikern gelingt, ein erneutes Bail-out von Schuldnerstaaten oder Gläubigerbanken glaubwürdig auszuschließen.

---

<sup>44</sup> Vgl. Smeets (2009).

<sup>45</sup> Vgl. European Union (2010).

<sup>46</sup> Siehe hierzu Europäische Kommission (2010).

<sup>47</sup> Zu den Hintergründen der griechischen Situation siehe etwa Baumgarten und Klodt (2010) sowie Schrader und Laaser (2010), a.a.O.

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

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

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

Ein Insolvenzverfahren für Staaten und die damit verknüpften Marktmechanismen finden ferner dort ihre Grenze, wo die Ausfallrisiken von Banken doch wieder komplett vom Staat übernommen werden, weil man eine nationale oder sogar unionsweite Systemkrise (Bank-run) befürchtet. Dies lässt sich nur dann vermeiden, wenn die Banken entweder aufgrund entsprechender Eigenkapital- und Diversifizierungsvorschriften – etwa im Rahmen von Basel III – in die Lage versetzt werden, aktuelle Verluste zu tragen<sup>48</sup>, oder wenn eine Bad-Bank-Lösung<sup>49</sup> die Verluste in die Zukunft transformiert.

In der Zukunft sollten somit Marktmechanismen und ein weiter gestärkter SWP die Basis der Krisenvermeidung bilden. Bei entsprechender Ausgestaltung hat eine solche Regelung den Vorteil, dass sie auf eine frühzeitige Umkehr beziehungsweise eine Vermeidung größerer Ungleichgewichte hinwirkt. Dieses Droh- und Druckpotenzial kann beim SWP aber nur dann wirken, wenn anreizkompatible Sanktionen automatisch mit der Überschreitung der Grenzwerte verhängt werden. Ein Europäischer Währungsfonds, wie er etwa von Gros und Meyer<sup>50</sup> vorgeschlagen wurde, hat im Gegensatz zum SWP den eindeutigen Nachteil, dass er in erster Linie auf die Finanzierung der Ungleichgewichte abzielt und nur in zweiter Linie – etwa 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 Marktmechanismen und einen gestärkten SWP – frühzeitig und insbesondere automatisch auf (drohende) übermäßige Ungleichgewichte zu reagieren. Die zuvor beschriebenen Wirkungsmechanismen fasst Abbildung 7 nochmals zusammen.

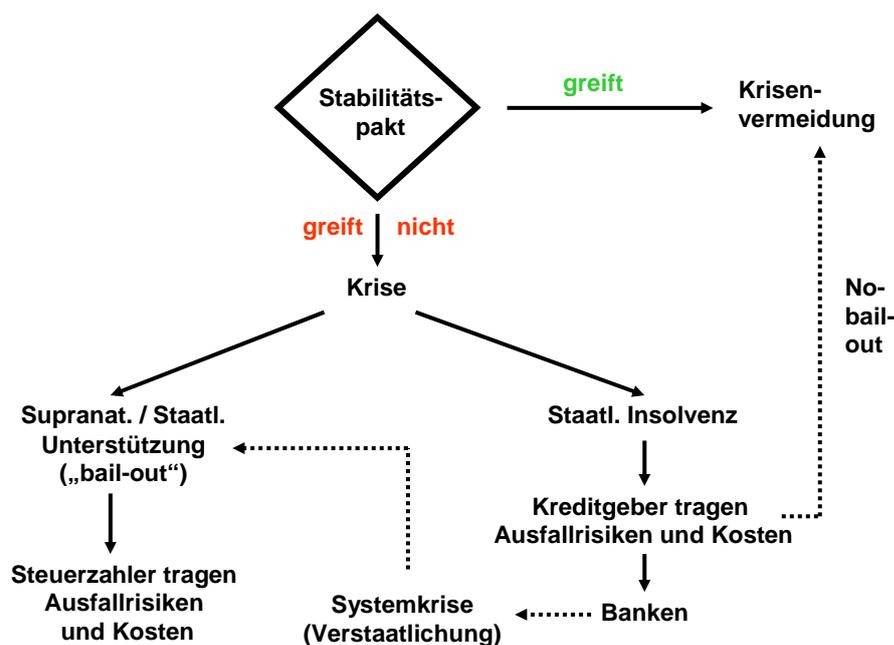
---

<sup>48</sup> Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2010, S. 36-39).

<sup>49</sup> Die Bad-Bank sollte jedoch so ausgestaltet sein, dass die geretteten Banken längerfristig selbst einen Teil ihres Verlustes zu tragen haben. Zu denken wäre hier etwa an den Vorschlag von van Suntum (2009), der im Zusammenhang mit der Finanzkrise die Ausgabe von Zero-Bonds vorgeschlagen hat, die erst dann zurückgezahlt werden, wenn die (verbliebenen) Tilgungsbeträge und die Zinsen darauf auf den Gesamtwert der ausgegebenen Zero-Bonds angestiegen sind. Dies hätte ferner zur Folge, dass auch die betroffenen Banken einen Teil der Anpassungslast zu tragen hätten, die jedoch über einen längeren Zeitraum gestreckt und verteilt wird.

<sup>50</sup> Vgl. Gros und Meyer (2010).

## Abbildung 7: Künftiger Umgang mit Schuldnerstaaten



Quelle: Eigene Darstellung.

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

Bei allen anderen Mitgliedsländern der EWU sollte man – wenn dies nicht bereits aus eigener Initiative und im eigenen Interesse geschieht – mit Hilfe eines weiter gestärkten SWP dafür sorgen, dass schnellstmöglich Anpassungsprozesse in Gang gesetzt werden. Dies gilt sowohl für die Rückführung der Defizit- als auch der Schuldenstandsquote<sup>51</sup>. Eine solche Politik ist sinnvoll und notwendig, um neue „Brandherde“ und damit verbundene Rettungsmaßnahmen zu vermeiden. Hierzu sollten die im Moment noch geltenden Fristen zum Abbau der Defizite<sup>52</sup> bis 2012 oder 2013 nicht verlängert werden und Zuwiderhandlungen gegen entsprechende

<sup>51</sup> Vgl. hierzu auch die Abbildungen in Anhang 7.

<sup>52</sup> Siehe hierzu European Union (2010).

Auflagen sofort zu entsprechenden Sanktionen führen<sup>53</sup>. Nur wenn die Vorgaben zu einer Umkehr in der Verschuldungspolitik führen, lässt sich Vertrauen in deren Tragfähigkeit schaffen, das dann auch zu einer Beruhigung der Märkte beitragen wird.

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

## 12. Fazit

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

- Die Euro-Mitgliedsländer und der IWF haben sich bisher in erster Linie auf eine Finanzierung der von einer Insolvenz bedrohten Länder beschränkt. Dafür wurden verschiedene Rettungspakete bereitgestellt. Eine längerfristige Finanzierung von immer mehr Krisenländern wird aber in absehbarer Zeit an ihre Grenzen stoßen.

---

<sup>53</sup> Vgl. auch Glomb (2010, S. 351).

- Ob die (bescheidene) private Beteiligung im Rahmen des zweiten Griechenland-Rettungspakets überhaupt zustande kommt, entscheidet sich erst in den nächsten Wochen (September/Oktober 2011).
- Selbst mit der geplanten privaten Beteiligung ist Griechenland nicht dauerhaft gerettet. Vielmehr wird eine weitere Umschuldung spätestens 2020 fällig, weil die Verschuldungssituation auch dann nicht tragfähig sein wird.
- Sollte Griechenland die von den Euro-Mitgliedsländern, der EZB und dem IWF vorgegebenen Einsparziele nicht erfüllen, könnte eine Insolvenz bereits deutlich früher eintreten. In diesem Fall müsste sowohl eine zeitliche Umschuldung als auch ein deutlicher Forderungsverzicht (mindestens 50 Prozent) aller Gläubiger erfolgen. Nur unter dieser Voraussetzung wäre die Verschuldungssituation Griechenlands auf längere Sicht tragfähig.
- Selbst unter extrem negativen Annahmen erfordert die Insolvenz von Krisenstaaten – auch bei einem großen Dominoeffekt – verbunden mit einer (vollständigen) Rekapitalisierung der Banken weniger Finanzmittel als eine (dauerhafte) Finanzierung – und zwar auch dann, wenn man „nur“ Griechenland, Irland und Portugal finanzieren würde. Ein (schnelles) Ende mit Schrecken ist also ökonomisch günstiger als ein Schrecken ohne Ende. Der Unterschied zwischen beiden Strategien liegt unter anderem darin, dass bei einer Insolvenz die Verluste kurzfristig realisiert werden, während bei andauernder Finanzierung die (potenziellen) Verluste immer weiter in die Zukunft verschoben werden – eine Strategie, die insbesondere Politikern entgegen kommt.
- Ein Austritt Griechenlands aus der EWU würde dessen Belastungen noch erhöhen. Die sofortige Insolvenz sowie die damit verbundenen Folgewirkungen wären dann unvermeidbar. Ein kaum zu lösendes Problem besteht in dem zu befürchtenden Bank-Run – und zwar nicht nur in Griechenland, sondern dann mit Sicherheit auch in den anderen Krisenländern. Ob eine Insolvenz in der EWU möglich ist und ob ein Austritt aus der EWU zugleich einen Austritt aus der EU impliziert, ist aus juristischer Sicht unklar. Aus ökonomischer Sicht erscheint ein Austritt aus der EU als Folge eines Austritts aus der EWU aber in keiner Weise zwingend, da auch andere Länder wie etwa Polen, Ungarn, Dänemark usw. als EU-Mitgliedsländer nicht der EWU angehören.
- Eine weitere Finanzierung auch zusätzlicher Problemländer wie Spanien und Italien etwa über Euro-Bonds würde für Deutschland zusätzliche Zinskosten bedeuten und die Gefahr erheblicher Fehlanreize in Richtung einer noch höheren Verschuldung in der EWU heraufbeschwören.
- Längerfristig wird man eine (erneute) übermäßige Verschuldung nur durch einen gestärkten Stabilitätspakt in Verbindung mit Marktmechanismen in Form von angemessenen Risikoprämien verhindern können.
- In der Übergangsphase sollte man sich – trotz aller akuten Probleme – nicht ausschließlich auf die aktuellen Krisenländer konzentrieren, sondern bereits jetzt darauf achten, dass diejenigen Länder, die sich gegenwärtig noch kei-

nen Finanzierungsproblemen gegenübersehen, nicht die Krisenländer von morgen werden – auch wenn dies möglicherweise zu einem Konflikt mit der aktuellen Finanzierungsstrategie führt. Ein erster Schritt in diese Richtung wurde mit der Neugestaltung des Stabilitätspakts gegangen. Es bleibt allerdings offen, wie konsequent man die darin formulierten Ziele und Sanktionsmöglichkeiten auch verfolgt.

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

## Anhang 1

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

Land	Anteil EZB (%)	Korr. Anteil EZB (%)
Deutschland	18,94	29,07
Frankreich	14,22	21,82
Italien	12,50	19,18
Spanien	8,30	12,74
Niederlande	4,00	6,14
Belgien	2,43	3,73
Österreich	1,94	2,98
Portugal	1,75	0,00
Finnland	1,25	1,92
Irland	1,11	0,00
Slowakei	0,69	1,06
Slowenien	0,33	0,51
Luxemburg	0,18	0,28
Zypern	0,14	0,21
Malta	0,06	0,09
Griechenland	1,97	0,00
Estland	0,18	0,28
Summe	69,99	100,00

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

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

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

Land	Anteil EZB (%)	Korr. Anteil EZB (%)
Deutschland	18,94	42,70
Frankreich	14,22	32,06
Italien	12,50	0,00
Spanien	8,30	0,00
Niederlande	4,00	9,02
Belgien	2,43	5,48
Österreich	1,94	4,37
Portugal	1,75	0,00
Finnland	1,25	2,82
Irland	1,11	0,00
Slowakei	0,69	1,56
Slowenien	0,33	0,74
Luxemburg	0,18	0,41
Zypern	0,14	0,32
Malta	0,06	0,14
Griechenland	1,97	0,00
Estland	0,18	0,41
Summe	69,99	100,00

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

## Anhang 2

Den Ausgangspunkt einer Insolvenzordnung für Staaten<sup>54</sup> muss die Frage bilden, unter welchen Umständen der Tatbestand des Staatsbankrotts erfüllt ist. Dabei ist zwischen Insolvenz und Illiquidität zu unterscheiden. Insolvenz eines Staates – der sich etwa im Rahmen einer Währungsunion in heimischer Währung verschuldet hat – liegt dann vor, wenn das Nettovermögen des Staates (NVG), das sich aus dem Vermögensbestand des Staates (VG) und dem mit Zins  $r$  diskontierten Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ( $T - G$ ) abzüglich des Schuldenstandes ( $B$ ) ergibt, negativ ist. Gleichung (A1) fasst diesen Tatbestand zusammen.

$$(A1) \quad NVG_0 = VG_0 + \sum_{t=0}^n [(T_t - G_t)/(1+r)^t] - B_0$$

$T$  = Staatseinnahmen

$G$  = Staatsausgaben

Insbesondere der Wert der zukünftigen Budgetüberschüsse ist jedoch höchst spekulativ. Zum einen ist die Budgetentwicklung selbst schwer vorherzusagen und zum anderen bleibt offen, welchen zukünftigen Zeitraum ( $t$ ) man berücksichtigen sollte. Aber auch der Vermögensbestand des Staates ist nicht einfach abzugrenzen und zu bewerten. Dies wird dann – weitgehend objektiv – möglich sein, wenn es sich etwa um staatliche Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen handelt. Neben der Bewertung selbst stellt sich aber auch die Frage, ob das gesamte Staatsvermögen zu berücksichtigen ist, oder ob es ein „Schonvermögen“ gibt, das nicht in die Ermittlung des Nettovermögens eingeht. Zu denken wäre hier etwa an die in letzter Zeit häufig angesprochenen griechischen Inseln. Aus diesen Gründen werden schwerlich eindeutig überprüfbare Aussagen über die Solvenz beziehungsweise Insolvenz eines Staates zu treffen sein.

Im Gegensatz dazu ist bei Illiquidität das Nettovermögen positiv. In diesem Falle tritt jedoch ein Liquiditätsengpass auf, etwa dadurch, dass die Verbindlichkeiten schneller fällig werden als die Forderungen. Lässt sich dieser Liquiditätsengpass nicht durch (weitere) Kredite überbrücken, ist der Staat illiquide.

Ist ein Staat illiquide, muss dies nicht zwangsweise zum Bankrott führen, wenn das Nettovermögen von Dritten richtig eingeschätzt wird. Neue Kredite oder eine Umschuldung können die (temporäre) Illiquidität überwinden. Eine Umschuldung bedeutet dabei, dass kurz- und mittelfristige Schulden in langfristige Schulden umgewandelt werden – also der Fälligkeitszeitraum für die Rückzahlung aufgescho-

---

<sup>54</sup> Vgl. hierzu ausführlich Smeets und Herzberg (2010).

ben und verlängert wird. Liegt jedoch eine Insolvenz 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“.

Da sich aus den zuvor erläuterten Gründen die Insolvenz eines Staates kaum feststellen lässt, wird man sich in erster Linie an der Illiquidität als Maßstab für einen Staatsbankrott orientieren. Als objektive Illiquidität kann man dabei diejenige Situation definieren, in der ein Staat nicht mehr in der Lage ist, seinen Finanzierungsbedarf an den Finanzmärkten – also durch private Kreditgeber – zu decken. Im Gegensatz dazu könnte man von subjektiver Illiquidität sprechen, wenn es einem Staat zwar noch möglich ist, private Kredite aufzunehmen, er jedoch – aufgrund steigender Risikoprämien – so hohe Zinsen zahlen müsste, dass dadurch die Verschuldung in der Zukunft übermäßig ansteigen würde.

### Anhang 3

Die neuen Staatsanleihen sollen eine Laufzeit von 30 Jahren aufweisen und ihre Konditionen (Nennwertabschlag gegenüber den ursprünglichen Anleihen, Zinsverzicht) sollen so gestaltet sein, dass sich gemessen am Gegenwartswert – also demjenigen Wert, den die Anleihe unter Berücksichtigung der Konditionen zum gegenwärtigen Zeitpunkt besitzt – bei allen Varianten ein Verlust gegenüber den ursprünglichen Anleihen in Höhe von ca. 20 Prozent (das entspricht einem Gegenwartswert von 80, bezogen auf einen ursprünglichen Nennwert von 100) ergibt.

Die Ermittlung des Gegenwartswertes im Rahmen der Umschuldung ergibt sich dabei aus der (gedanklichen) Kombination zweier Anlagen.<sup>55</sup> Zum einen erhält der Gläubiger durch den Umtausch das Versprechen auf Zinszahlungen während der nächsten 30 Jahre. Dieses Versprechen ist allerdings unsicher und unterliegt dem Ausfallrisiko, das in dem Diskontierungszins ( $r$ ) berücksichtigt werden muss. Hieraus ergibt sich unter Berücksichtigung der Kupon-Rate ( $c$ ) und des neuen Nennwerts  $N^{\text{neu}}$  (im Verhältnis zum alten von 100) folgender Gegenwartswert ( $PV_1$ ):

$$(A2) \quad PV_1 = \frac{c \cdot N^{\text{neu}}}{r} \left( 1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right)$$

Zum anderen bekommt der Gläubiger den – durch Zero-Bonds abgesicherten – Kapitaleinsatz garantiert. Der Gegenwartswert der Zero-Bonds ( $PV_2$ ) ergibt sich unter Berücksichtigung eines Diskontierungssatzes für eine risikolose Anlage ( $rf$ ) wie folgt:

$$(A3) \quad PV_2 = \frac{N^{\text{neu}}}{(1+rf)^n}$$

Addiert man die beiden Gegenwartswerte, so erhält man den Gesamtwert der umgewandelten Anlage zum gegenwärtigen Zeitpunkt ( $PV_{\text{ges}}$ ):

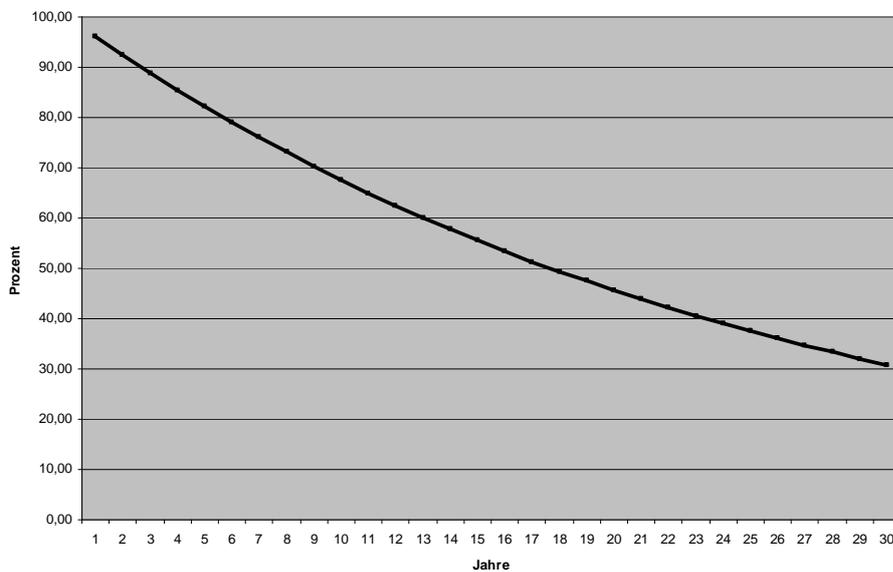
$$(A4) \quad PV_{\text{ges}} = PV_1 + PV_2$$

Das Institute of International Finance (IIF) als Urheber dieser Vorschläge geht von einem risikobehafteten Diskontierungssatz ( $r$ ) von 9 Prozent nach der Umschuldung aus. Der risikofreie Diskontierungssatz ( $rf$ ) könnte gegenwärtig 4 Prozent betragen. Daraus ergeben sich dann – je nach Variante – Gegenwartswerte von etwa 80. Die Ergebnisse hängen allerdings in starkem Maße von den zu Grunde liegenden Diskontierungssätzen ab.

---

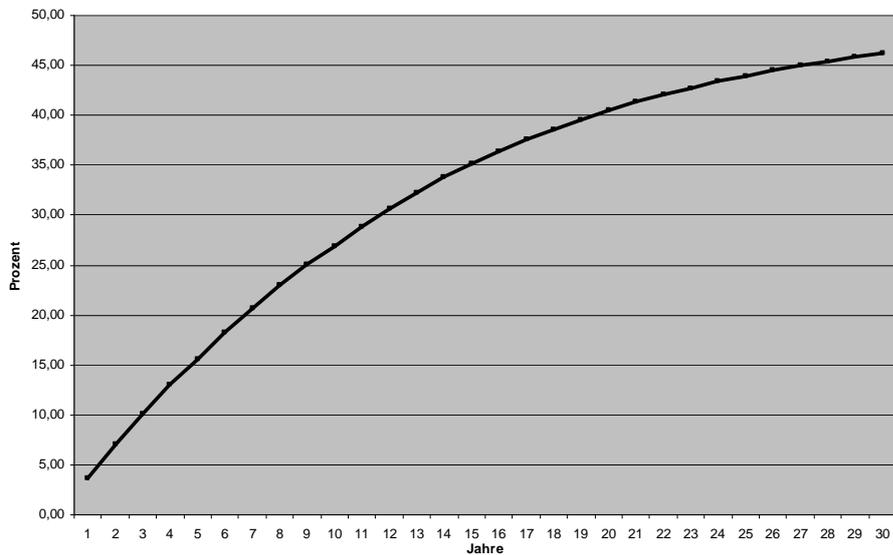
<sup>55</sup> Vgl. hierzu Kopf (2011).

Abbildung A3.1: Gegenwartswert der Zero-Bonds im Zeitablauf  
(Ausgabewert der neuen Anleihen = 100)



Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Gleichung (A3).

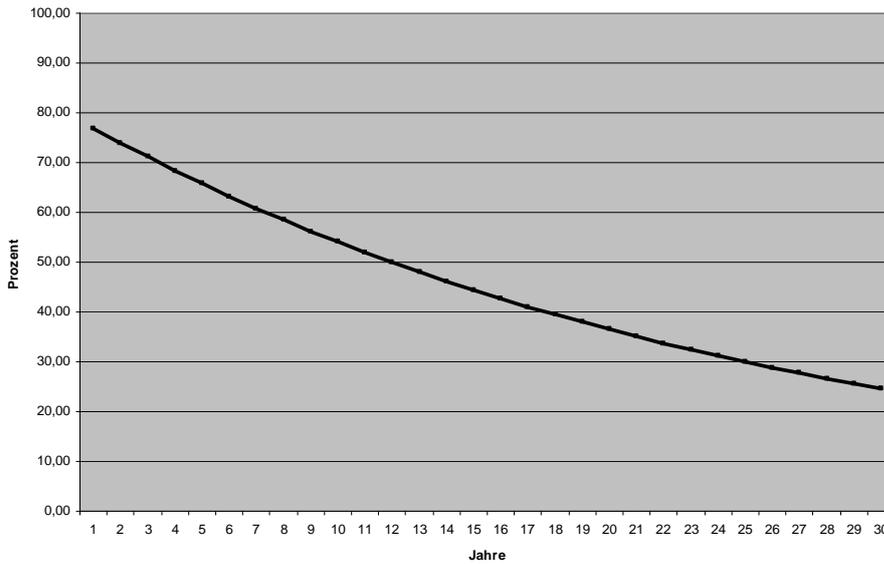
Abbildung A3.2: Gegenwartswert der Zinszahlungen auf die neuen Anleihen  
(Durchschnittlicher Zinssatz = 5,00 Prozent)



Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Gleichung (A2).

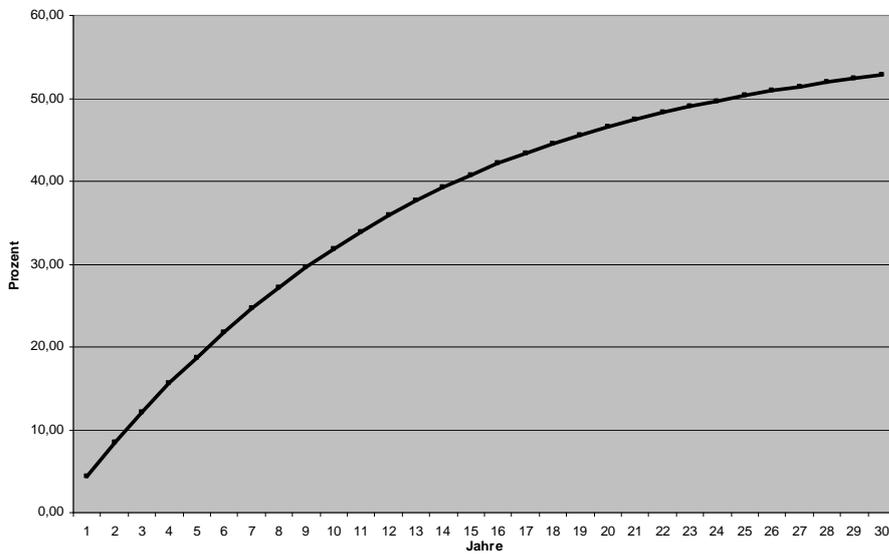
Abbildung A3.3: Gegenwartswert der Zero-Bonds im Zeitablauf

(Ausgabewert der neuen Anleihen = 80)



Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Gleichung (A3).

Abbildung A3.4: Gegenwartswert der Zinszahlungen auf die neuen Anleihen  
(Durchschnittlicher Zinssatz = 6,45 Prozent)



Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Gleichung (A2).

## Anhang 4

## **IIF Financing Offer**

The members of the IIF and other major financial institutions extend a financing offer to Greece. We welcome the intention of the EU to improve the terms of its financial assistance to Greece, including lower interest rates, extended maturities and a more flexible and a broader scope of operations for the EFSF. As part of a comprehensive plan, including additional support by the IMF and the redoubling of adjustment efforts by Greece, we are prepared to participate in a voluntary program of debt exchange and a buyback plan developed by the Greek government. In summary, the program involves an exchange of existing Greek government bonds into a combination of four instruments together with the Greek Debt Buyback Facility.

### **Four Instruments: (Refer to the Term Sheet for details)**

- 1) A Par Bond Exchange into a 30 year instrument
- 2) A Par Bond offer involving rolling-over maturing Greek government bonds into 30 year instruments
- 3) A Discount Bond Exchange into a 30 year instrument
- 4) A Discount Bond Exchange into a 15 year instrument

For instruments, 1, 2 and 3 the principal is fully collateralized by 30 year zero coupon AAA Bonds. For instrument 4, the principal is partially collateralized through funds held in an escrow account.

It is assumed that investors will select among the four instruments in equal proportions of 25% of total participation.

All instruments will be priced to produce a 21% Net Present Value (NPV) loss based on an assumed discount rate of 9%. The terms outlined in the Term Sheet are broadly comparable to those of the official sector. The interest rates are structured to maximize the benefits to Greece in the early years of the program as Greece regains access to global capital markets. For example, the coupon on the Par Bond will be 4% during the first five years, 4.5% during the next five years, and 5% for years 11-30. Based on a target participation rate of 90%, the private sector investors through this program will contribute €54 billion from mid-2011 through mid-2014 and a total of €135 billion to the financing of Greece from mid-2011 to end-2020. In addition to this assured financing, this program will also improve significantly the maturity profile of Greece's debt, increasing the average maturity from an average of 6 years to 11 years.

The size of the Buyback Facility will be determined after further discussions involving the official sector. It is expected to be of sufficient scale that when combined with the €13.5 billion debt reduction through the discount bond exchange, there will be a meaningful reduction in the stock of Greece's debt relative to GDP. This will be reinforced by Greece's new privatization program and prospects for higher growth which should emerge as the program takes hold.

We consider this offer to be unique given the exceptional circumstances of Greece. Notwithstanding the progress made by Greece during the last one and a half years, the scale of Greece's economic imbalances and the inefficiencies that have been embedded in its economic structures require a special approach that can enhance debt sustainability and restore confidence in the future of the Greek economy.

The offer is already supported by the financial institutions listed in Annex 2 (see separate document), and we expect support to build as the offer and the comprehensive program surrounding it is more widely disseminated.

Our offer is conditioned on the comprehensive economic reform program of Greece, the strong support of the EU, which has just been reinforced, and additional support by the IMF.

## Annex 1 - Term Sheet

### Instruments and Technical Aspects

1. A **Par Bond Exchange** into a new 30 year instrument with the principal collateralized by 30 year zero-coupon AAA rated bonds. The zero coupon bonds are purchased using EFSF funds. Greece pays the funding costs to the EFSF. The principal is repaid to the investor using the proceeds of the maturity of the zero-coupon bonds.

The coupon paid to the investor has the following structure:

Period	Coupon
Years 1 - 5	4%
Years 6 - 10	4,5%
Years 11-30	5%

This is equivalent to a 4.5% fixed coupon rate.  
Assumed *participation rate*: 25% of total exchange.

2. A **Par Bond offered at par value** as a Committed Financing Facility to roll into new 30 year par bond at the time the current claim matures. The principal is collateralized using the same mechanism as for instrument 1.

The coupon paid to the investor has the following structure:

Period	Coupon
Years 1 - 5	4%
Years 6 - 10	4,5%
Years 11-30	5%

This is equivalent to a flat 4.5% fixed coupon rate.  
Assumed *participation rate*: 25% of total exchange.

3. A **Discount Bond Exchange** offered at 80% of par into a new **30 year** instrument. The principal is collateralized using the same mechanism as for instrument 1.

The coupon paid to the investor has the following structure:

Period	Coupon
Years 1 - 5	6%
Years 6 - 10	6,5%
Years 11-30	6,8%

This is equivalent to a flat 6.42% fixed coupon rate.  
Assumed *participation rate*: 25% of total exchange

4. A **Discount Bond Exchange** offered at 80% of par value for a 15 year instrument. The principal is partially collateralized with 80% of losses being covered up to a maximum of 40% of the notional value of the new instrument. The collateral is provided by funds held in escrow. These funds are borrowed by Greece from the EFSF. The EFSF funding costs are covered by the interest earned on the funds in the escrow account so there is no funding cost to Greece of this collateral. The funds in escrow are returned to the EFSF on maturity, if not used, and the principal on the bond is repaid by Greece.

The coupon paid to the Investor is 5.9%.  
Assumed *participation rate*: 25% of total exchange.

**The rates presented here are** indicative only based on today's market conditions. Final pricing will be based on a fixed margin over the relevant Euro mid-swap rate at the time of execution.

All instruments will be priced to be economically equivalent at 21% NPV discount calculated at a discount rate of 9%.

Coupons quoted are fixed, annual rates.

Quelle: IIF (2011).

## Anhang 5

Die folgenden Berechnungen gehen davon aus, dass Griechenland 2012 Kredite in Höhe von 70 Mrd. Euro von den Euro-Mitgliedsländern (EWU) und 10 Mrd. Euro vom IWF in Anspruch genommen haben wird. Diese Beträge erhöhen sich bis 2022 auf 180 Mrd. und 30 Mrd. Euro. Die Zinsen auf die umgeschuldeten Staatsanleihen (Private-Umsch.) steigen von durchschnittlich 5 Prozent im Jahre 2012 auf durchschnittlich 6 Prozent im Jahre 2022. Die von der EZB angekauften griechischen Staatsanleihen (EZB) und die verbleibende Schuld gegenüber Privaten (Private-Rest) unterliegen über den Gesamtzeitraum dem gegenwärtigen Durchschnittszins von 4,5 Prozent.

Übersicht A5.1: Zinszahlungen Griechenlands 2012 (in Mrd. Euro)

Gläubiger	Bestand	Zinssatz	Zinsen
EWU	90,00 €	3,5	3,15 €
IWF	10,00 €	4,5	0,45 €
EZB	50,00 €	4,5	2,25 €
Private-Umsch.	130,00 €	5,0	6,50 €
Private-Rest	50,00 €	4,5	2,25 €
Summe	330,00 €		14,60 €

Quelle: Eigene Berechnungen.

Übersicht A5.2: Zinszahlungen Griechenlands 2022 (in Mrd. Euro)

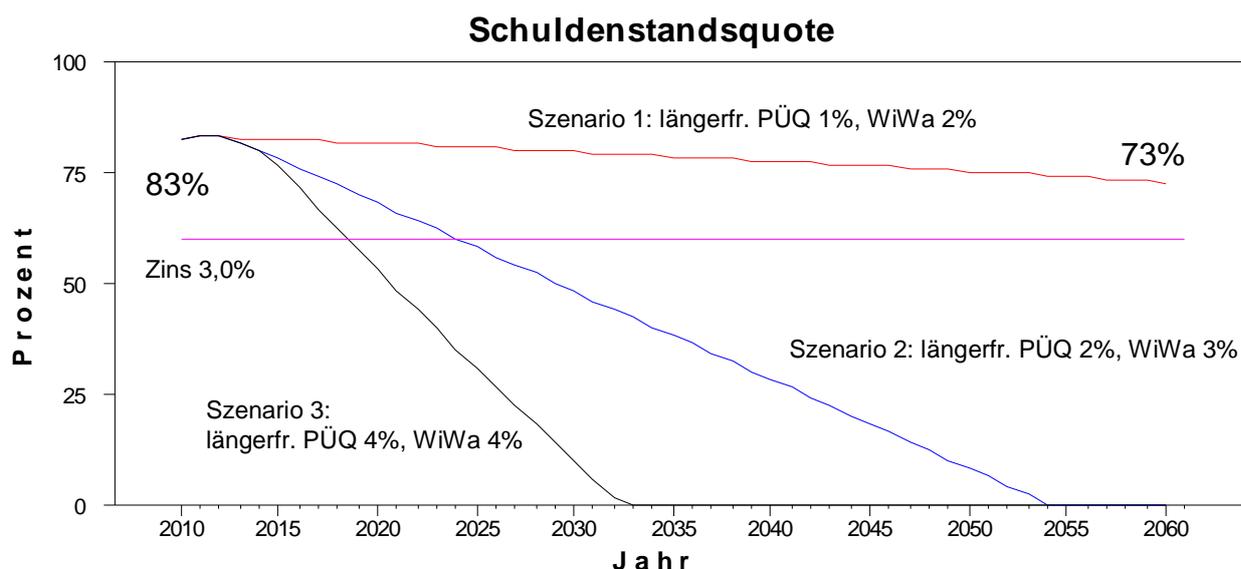
Gläubiger	Bestand	Zinssatz	Zinsen
EWU	190,00 €	3,5	6,65 €
IWF	30,00 €	4,5	1,35 €
EZB	50,00 €	4,5	2,25 €
Private-Umsch.	130,00 €	6,0	7,80 €
Private-Rest	40,00 €	4,5	1,80 €
Summe	440,00 €		19,85 €

Quelle: Eigene Berechnungen.

## Anhang 6

Die Szenarien in Abbildung A6.1 veranschaulichen den Anpassungspfad der deutschen Staatsverschuldung – ausgehend von einer Schuldenstandsquote von 83 Prozent im Jahr 2010 – unter den Annahmen, dass die Primärüberschussquote längerfristig **im Durchschnitt** zwischen 1 sowie 4 Prozent und die Wachstumsrate des nominalen BIP längerfristig **im Durchschnitt** zwischen 2 sowie 4 Prozent liegt. Die jeweiligen Kombinationen sind in der Abbildung angegeben. Ferner wird von einem unveränderten durchschnittlichen Zinssatz von 3,0 Prozent ausgegangen. Die Anpassung an die langfristigen Werte erfolgt stetig über die ersten fünf Jahre. Alle Szenarien gehen ferner davon aus, dass kein Abschreibungsbedarf auf Kredite an Problemländer auftritt. Man erkennt, dass bei dem pessimistischen Szenario 1 die Schuldenstandsquote bis 2060 lediglich geringfügig auf 73 Prozent sinkt. In dem sehr optimistischen Szenario 3 gelingt es bereits 2019, die 60-Prozent-Grenze wieder zu unterschreiten.

Abbildung A6.1: Anpassungspfade der deutschen Staatsverschuldung ohne Abschreibungsbedarf



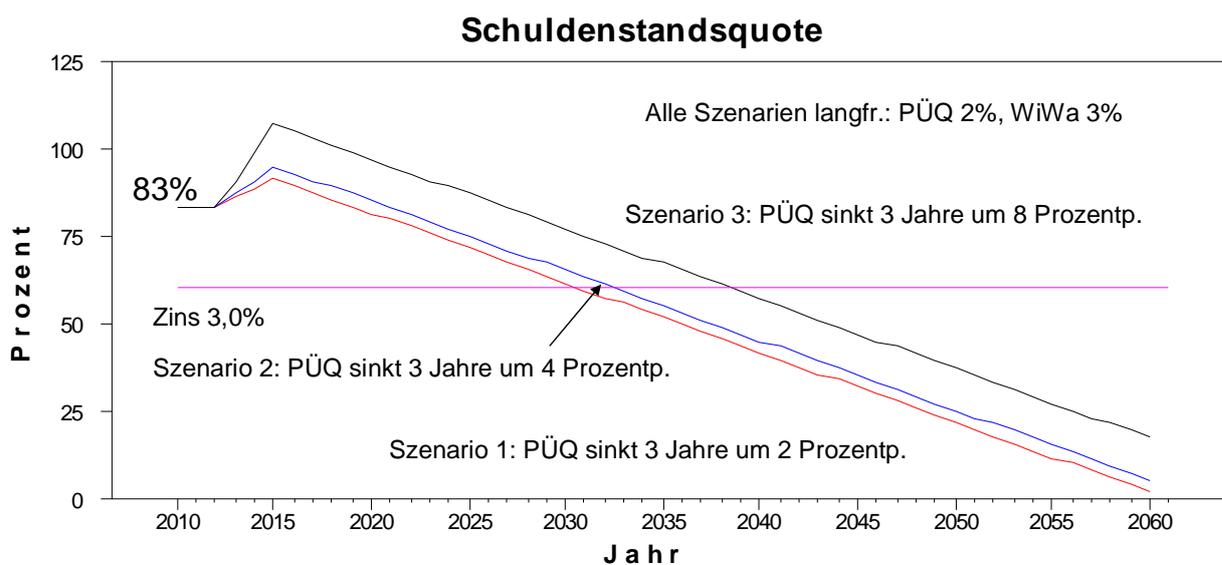
Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Europäische Kommission (2011a).

Die beiden folgenden Abbildungen A6.2 und A6.3 gehen in allen Szenarien von einem durchgängigen Wachstum in Höhe von 3 Prozent und einer längerfristigen Primärüberschussquote von 2 Prozent aus. Sie entsprechen in dieser Hinsicht dem Szenario 2 in Abbildung A6.1. Zusätzlich wird angenommen, dass in den drei Jahren von 2013 bis 2015 jeweils eine Verschlechterung der Primärüberschussquote um 2, 4 beziehungsweise 8 Prozentpunkte (s.S. im Text) erfolgt. Die damit verbundenen Ausfälle pro Jahr lassen sich in Übersicht 6 ablesen. Während die Szenarien in Abbildung A6.2 weiterhin von einem durchschnittlichen Zinssatz von 3 Prozent ausgehen, wird in Abbildung A6.3 unterstellt, dass der ausfallbedingte Zu-

nahme der Staatsschulden zu einem längerfristigen Anstieg des durchschnittlichen Zinssatzes um einen Prozentpunkt auf 4 Prozent führt.

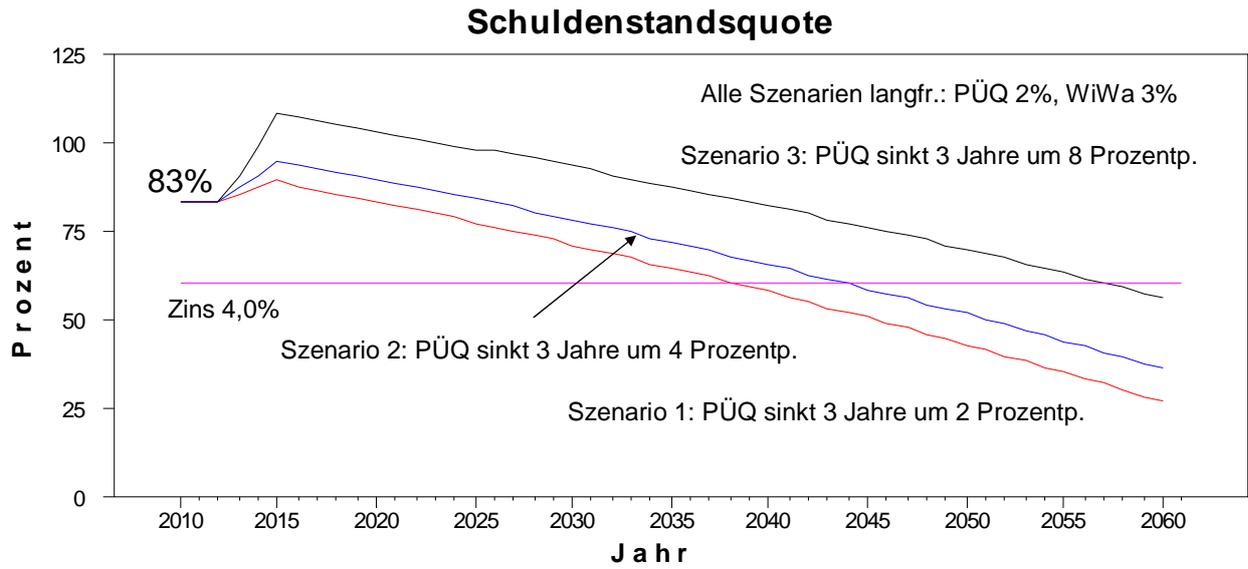
Unter diesen Annahmen kommt es während der drei Jahre andauernden Forderungsausfälle zu einem Anstieg der Schuldenstandsquoten auf 92, 95 beziehungsweise 107 Prozent. Da unmittelbar danach wieder von der Primärüberschussquote von 2 Prozent ausgegangen wird, sinkt die Schuldenstandsquote dann kontinuierlich in Abhängigkeit von den jeweiligen Höchstständen. Die Konsolidierungsbemühungen würden auf diese Weise in erheblichem Maße hinausgezögert. Die Probleme verschärfen sich noch, wenn die Annahmen bezüglich der langfristigen Primärüberschussquote und des Wirtschaftswachstums zu optimistisch waren. Die Ergebnissen verändern sich nicht grundsätzlich, wenn die Forderungsausfälle erst zu einem späteren Zeitpunkt eintreten.

Abbildung A6.2: Anpassungspfade der deutschen Staatsverschuldung mit Abschreibungsbedarf



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

Abbildung A6.3: Anpassungspfade der deutschen Staatsverschuldung mit Abschreibungsbedarf und Zinssteigerungen



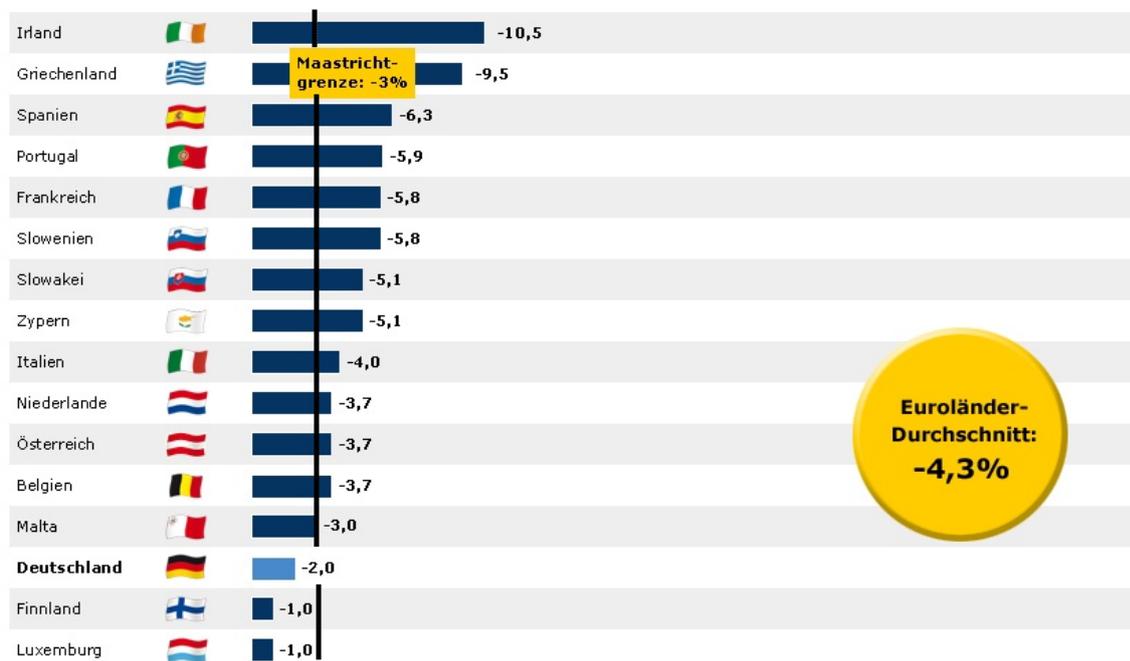
Quelle: Eigene Berechnungen auf der Basis von Europäische Kommission (2011a).

## Anhang 7

Abbildung A7.1:

**Haushaltsdefizit der Euro-Länder 2011**

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

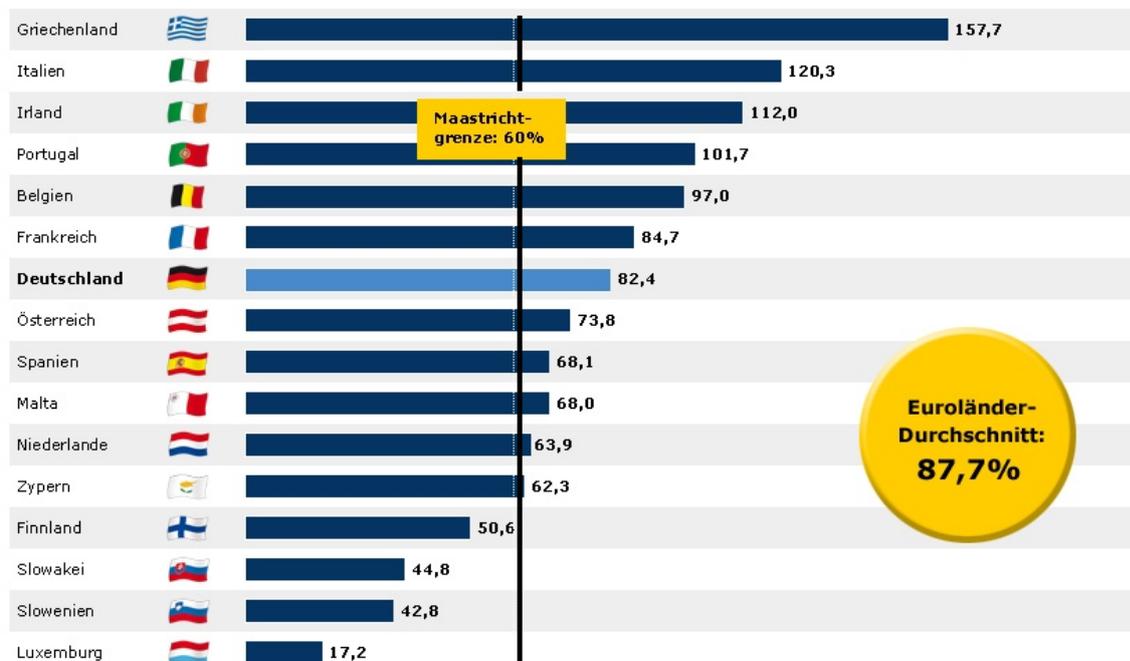


Quelle: Eurostat, Stand Mai 2011

Quelle: Spiegel online (2011).

**Staatsschulden der Euro-Länder 2011**

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Eurostat, Stand Mai 2011

Quelle: Spiegel online (2011).

**Anhang 8**

Übersicht A8.1: Forderungen ausländischer Banken (in Mrd. Euro)

Gläubiger- Banken	SCHULDNERLÄNDER											
	Griechenland			Irland			Portugal			Gesamt		
	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken
Deutschland	24,29	16,21	1,60	84,43	2,21	20,36	26,00	5,57	11,21	134,71	24,00	33,17
Frankreich	40,50	10,71	1,54	21,14	2,86	5,79	7,14	0,07	0,79	68,79	13,64	8,11
Spanien	0,71	0,36	0,07	7,14	0,07	0,79	60,43	6,07	6,00	68,29	6,50	6,86
Großbritannien	10,07	2,43	1,86	96,57	3,21	13,07	17,36	1,50	3,36	124,00	7,14	18,29
EU	97,36	37,36	6,36	269,71	11,00	50,36	139,00	23,14	28,86	506,07	71,50	85,57

Gläubiger- Banken	SCHULDNERLÄNDER								
	Spanien			Italien			Gesamt		
	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken	Ges.	Staat	Banken
Deutschland	129,93	20,41	53,85	115,92	36,55	35,86	245,85	56,96	89,71
Frankreich	100,45	21,64	27,72	280,41	69,69	29,88	380,86	91,32	57,60
Spanien	0,00	0,00	0,00	22,31	6,76	1,81	22,31	6,76	1,81
Großbritannien	76,54	6,86	15,08	47,42	8,21	6,23	123,96	15,07	21,31
EU	451,56	62,89	142,34	559,91	157,56	92,12	1011,47	220,45	234,46

Quelle: BIZ (2011).

Übersicht A8.2: Forderungen nationaler Banken gegenüber dem Staat (in Mrd. Euro)

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

Quelle: European Banking Authority (2011).

## Literatur

- Baumgarten, Matthias und Henning Klodt (2010)**, Die Schuldenmechanik in einer nicht-optimalen Währungsunion, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, Nr. 6, S. 374-379.
- Belke, Ansgar und Christian Dreger (2011)**, Das zweite Rettungspaket für Griechenland, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jahrgang, Heft 9, S. 601-606.
- Bencek, David und Henning Klodt (2011)**, Primärüberschüsse: Fünf Prozent sind (zu) viel, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jahrgang, Heft 9, S. 595-600.
- Bindseil, Ulrich und Wolfgang Modery (2011)**, Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Band 12, Heft 3, S. 215-241.
- BIZ (2011)**, Statistical Annex, Online unter: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1106.pdf#page=8](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1106.pdf#page=8) (Seitenaufruf vom 7. September 2011).
- BMF (2011)**, Die Gesamtstrategie zur Stabilisierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht April 2011.
- Bundesbank (2005)**, Die Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts, Monatsbericht April 2005, S. 15-21.
- Council of the European Union (2011)**, Council confirms agreement on the economic governance, Online unter: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/124882.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/124882.pdf) (Seitenaufruf vom 6. Oktober 2011).
- De Grauwe, Paul (2005)**, Economics of Monetary Union, 5. Auflage, Oxford 2005.
- DekaBank (2010)**, Austritte aus der EWU: Was passiert, wenn ...?, in: DekaBank, Volkswirtschaft spezial, Nr. 7.
- Ehrlich, Peter (2011)**, Das ist der Euro-Rettungsplan, Online unter <http://www.ftd.de/politik/europa/:gipfel-in-bruessel-das-ist-der-euro-rettungsplan/60082106.html> (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- Europäische Kommission (2010)**, Bericht zu den Statistiken Griechenlands über das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand, Brüssel 2010.
- Europäische Kommission (2011a)**, General Government Data, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/gen\\_gov\\_data/documents/2011/spring2011\\_country\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2011/spring2011_country_en.pdf) (Seitenaufruf vom 7. September 2011).

- Europäische Kommission (2011b)**, Hellenic Republic Ministry of Finance, Update of the Hellenic Stability and Growth Programme 2011-2014, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/sgp/pdf/20\\_scps/2011/01\\_programme/el\\_2011-08-10\\_sp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/pdf/20_scps/2011/01_programme/el_2011-08-10_sp_en.pdf) (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- Europäisches Parlament (2011)**, Angenommene Texte, Online unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=20110928&secondRef=TOC&language=DE> (Seitenaufruf vom 10. Oktober 2011).
- Europäische Union (2010)**, Excessive deficit procedure - Country-specific procedures, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/sgp/deficit/countries/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm) (Seitenaufruf vom 24. August 2011).
- Europäische Zentralbank (2009)**, Pressemitteilung, Online unter: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090101\\_1.de.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090101_1.de.html) (Seitenaufruf vom 7. September 2011).
- European Banking Authority (2011)**, 2011 EU-wide stress test results, Online unter <http://www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing/2011/2011-EU-wide-stress-test-results.aspx> (Seitenaufruf vom 7. September 2011).
- FAZ (2011a)**, Die Gläubiger sehen von einem Euro Schulden nur 30 Cent wieder. Gespräch mit Kenneth Rogoff, 23. September 2011, S. 16.
- FAZ (2011b)**, Eiertanz der Finanzminister zur EFSF-Hebelung, 5. Oktober 2011, S. 11.
- FAZ (2011c)**, Europa diskutiert Stärkung des Rettungsfonds, 26. September 2011, S. 11.
- FAZ (2011d)**, Deutschlands Bonität steht auf dem Spiel, 27. September 2011, S. 11.
- FAZ (2011e)**, S&P droht mit Ramschstatus für Euroanleihen, 5. September 2011, S. 11.
- Glomb, Wolfgang (2010)**, Quo vadit Euro?, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, Nr. 6, S. 350-351.
- Gros, Daniel und Cinzia Alcidi (2011)**, Was bringt der „Euro-Plus-Pakt“?, in: Integration, 34. Jahrgang, Heft 2, S. 164-171.
- Gros, Daniel und Thomas Meyer (2010)**, How to deal with sovereign default in Europe – towards a Euro(pean) Monetary Fund, in: CEPS Policy Brief, Nr. 202, Brüssel.

- Handelsblatt (2011)**, Rettungspakete für Griechenland – Ausstieg durch die Hintertür, Online unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/ausstieg-durch-die-hintertuer/4511848.html> (Seitenaufruf vom 6. Oktober 2011).
- Hau, Harald und Bernd Lucke (2011)**, Die Alternative zum Rettungsschirm, FAZ vom 16. September 2011, S. 12.
- Hope, Kerin (2011)**, Greece growth to be worse than thought, Online unter: <http://www.ft.com/cms/s/0/3566ee24-ca6d-11e0-a0dc-00144feabdc0.html> (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- IIF (2011)**, The Institute of International Finance, Online unter: <http://www.iif.com/> (Seitenaufruf vom 6. September 2011).
- Koopman, Gert J. und Istvan P. Szekely (2009)**, The financial crisis and potential growth – Policy challenges for Europe, Online unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications) (Seitenaufruf vom 24. August 2011).
- Kopf, Christian (2011)**, An evaluation of the French proposal for a restructuring of Greek debt, CEPS Policy Brief, Nr. 247, Brüssel.
- Michler, Albrecht F. und Heinz-Dieter Smeets (2011)**, Die Finanzkrise: Ursachen, Wirkungen und Maßnahmen, in: Michler, Albrecht F. und Heinz-Dieter Smeets (Hrsg.), Die aktuelle Finanzkrise, Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft, Stuttgart 2011, S. 3-32.
- NZZ (2011)**, Mehr retten dank Hebeln?, 28. September 2011, S. 7.
- Schrader, Klaus und Claus-Friedrich Laaser (2010)**, Den Anschluss nie gefunden: Die Ursachen der griechischen Tragödie, Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, Nr. 8, S. 540-547.
- Schulz, Tamara und Heinz-Dieter Smeets (2011)**, Rechnungslegung und Bankenregulierung, in: Kajüter, Peter, Torsten Mindermann und Carsten Winkler (Hrsg.), Controlling und Rechnungslegung, Stuttgart 2011, S. 217-241.
- Seidel, Martin (2007)**, Ausscheiden aus der Währungsunion? – Rechtliche Fragen, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Ausgabe 20, S. 617.
- Seidel, Martin (2010)**, Aktuelle Probleme der Europäischen Währungsunion, in: Integration, Heft 4, S. 195-210.
- Sinn, Hans-Werner (2010)**, Euro-Krise, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 10/2010.
- Sinn, Hans-Werner (2011)**, Target-Salden, Außenhandel und Geldschöpfung, in: ifo Schnelldienst, 9/2011, S. 3-5.

- Sinn, Hans-Werner und T. Wollmershäuser (2011)**, Target Loans, Current Account Balances and the ECB's Rescue Facility, CESifo Working Paper Nr. 3500.
- Smeets, Heinz-Dieter (2009)**, Die Finanzkrise – Schrecken ohne Ende?, in: Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2009, S. 315-335.
- Smeets, Heinz-Dieter (2010)**, Ist Griechenland noch zu retten?, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, Heft 5, S. 309-313.
- Smeets, Heinz-Dieter und Angelique Herzberg (2010)**, Staatliche Insolvenz in einer Währungsunion, in: Aussenwirtschaft, 65. Jahrgang, Heft 4, S. 379-399.
- Smeets, Heinz-Dieter und H. Jörg Thieme (2004)**, Der Stabilitäts- und Wachstumspakt – Lästiges Übel oder notwendige Schranke?, in: Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Duisburg 2004, S. 325-339.
- Spiegel online (2011)**, Fotostrecke (Grafiken: Die wichtigsten Fakten zur Euro-Krise), Online unter: <http://www.spiegel.de/fotostrecke/fotostrecke-57391.html> (Seitenaufruf vom 13. September 2011).
- Van Suntum, Ulrich und Cordelius Ilgmann (2009)**, Das Bilanzproblem der Banken – Ein Lösungsvorschlag, in: ORDO, Band 60, S. 223-246.
- Von Weizsäcker, Jakob und Jaques Delpla (2011)**, Euro-Bonds ohne Transferunion, Online unter: <http://www.euractiv.de/finanzplatz-europa/artikel/euro-bonds-ohne-transferunion-004997> (Seitenaufruf vom 24. August 2011).
- Welfens, Paul J. J. (2011)**, Für zentralisierte Eurobonds, Strukturreformen und eine Euro-Union, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jahrgang, Heft 9, S. 613-620.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2010)**, Ohne Finanzmarktreforemen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise, in: Monatsbericht des BMF (September), S. 36-39.
- World Gold Council (2011)**, Government Affairs, Online unter: [http://www.gold.org/government\\_affairs/gold\\_reserves/](http://www.gold.org/government_affairs/gold_reserves/) (Seitenaufruf vom 6. September 2011).

## BISHER ERSCHIENEN

- 20 Smeets, Heinz-Dieter, Staatsschuldenkrise in Europa – Ist die Finanzierung der Schuldnerländer alternativlos?, November 2011.
- 19 Haucap, Justus, Steuern, Wettbewerb und Wettbewerbsneutralität, Oktober 2011.  
Erscheint in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 2012.
- 18 Bräuninger, Michael, Haucap, Justus und Muck, Johannes, Was lesen und schätzen Ökonomen im Jahr 2011?, August 2011.
- 17 Coenen, Michael, Haucap, Justus, Herr, Annika und Kuchinke, Björn A., Wettbewerbspotenziale im deutschen Apothekenmarkt, Juli 2011.  
Erscheint in: ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, 2012.
- 16 Haucap, Justus und Wenzel, Tobias, Wettbewerb im Internet: Was ist online anders als offline?, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 60, 2011, S. 200-211.
- 15 Gersdorf, Hubertus, Netzneutralität: Regulierungsbedarf?, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 60, 2011, S. 187-199.
- 14 Kruse, Jörn, Ökonomische Grundlagen des Wettbewerbs im Internet, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 60, 2011, S. 175-186.
- 13 Coenen, Michael, Haucap, Justus und Herr, Annika, Regionalität: Wettbewerbliche Überlegungen zum Krankenhausmarkt, Juni 2011.  
Erscheint in: J. Klauber et al. (Hrsg.), Krankenhausreport 2012, Schattauer Stuttgart.
- 12 Stühmeier, Torben, Das Leistungsschutzrecht für Presseverleger: Eine ordnungspolitische Analyse, Juni 2011.
- 11 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Mehr Plan- als Marktwirtschaft in der energiepolitischen Strategie 2020 der Europäischen Kommission, April 2011.
- 10 Göddeke, Anna, Haucap, Justus, Herr, Annika und Wey, Christian, Stabilität und Wandel von Arbeitsmarktinstitutionen aus wettbewerbsökonomischer Sicht, März 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Arbeitsmarktforschung 44, 2011, S. 143-154.
- 09 Haucap, Justus, Steuerharmonisierung oder Steuerwettbewerb in Europa?, Dezember 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 64, 2011, S. 25-28.
- 08 Haucap, Justus, Eingeschränkte Rationalität in der Wettbewerbsökonomie, Dezember 2010.  
Erschienen in: H. Michael Piper (Hrsg.), Neues aus Wissenschaft und Lehre. Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2010, Düsseldorf University Press, S. 495-507.
- 07 Bataille, Marc und Coenen, Michael, Zugangsentgelte zur Infrastruktur der Deutsche Bahn AG: Fluch oder Segen durch vertikale Separierung?, Dezember 2010.  
Erscheint in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 2011.
- 06 Normann, Hans-Theo, Experimentelle Ökonomik für die Wettbewerbspolitik, Dezember 2010.  
Erschienen in: H. Michael Piper (Hrsg.), Neues aus Wissenschaft und Lehre. Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2010, Düsseldorf University Press, S. 509-522.

- 05 Baake, Pio, Kuchinke, Björn A. und Wey, Christian, Wettbewerb und Wettbewerbsvorschriften im Gesundheitswesen, November 2010.  
Erschienen in: Björn A. Kuchinke, Thorsten Sundmacher, Jürgen Zerth (Hrsg.), Wettbewerb und Gesundheitskapital, DIBOGS-Beiträge zur Gesundheitsökonomie und Sozialpolitik, Universitätsverlag Ilmenau, S. 10-22.
- 04 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Stühmeier, Torben, Wettbewerb im deutschen Mobilfunkmarkt, September 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 60, 2011, S. 240-267.
- 03 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Industriepolitische Konsequenzen der Wirtschaftskrise, September 2010.  
Erschienen in: Theresia Theuri (Hrsg.), Wirtschaftspolitische Konsequenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise, Schriften des Vereins für Socialpolitik Band 329, Duncker & Humblot Berlin, S. 57-84.
- 02 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Uhde, Andre, Zur Neuregulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise: Bewertung der Reformvorhaben der EU aus ordnungspolitischer Sicht, September 2010.  
Erschienen in: Albrecht Michler, Heinz-Dieter Smeets (Hrsg.), Die aktuelle Finanzkrise: Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft, Lucius & Lucius Stuttgart, 2011, S. 185 -207.
- 01 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Regulierung und Deregulierung in Telekommunikationsmärkten: Theorie und Praxis, September 2010.  
Erschienen in: Stefan Bechtold, Joachim Jickeli, Mathias Rohe (Hrsg.), Recht, Ordnung und Wettbewerb: Festschrift zum 70. Geburtstag von Wernhard Möschel, Nomos Verlag Baden-Baden, 2011, S. 1005-1026.

**Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf**

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät**

Universitätsstraße 1\_ 40225 Düsseldorf  
[www.wiwi.uni-duesseldorf.de](http://www.wiwi.uni-duesseldorf.de)