

Ognian N. Hishow

## EU-Schuldenkrise: Krisenmanagement und die Kosten

Die Euroländer haben einen Rettungsschirm aufgespannt, der notleidenden EU-Staaten bis 2013 Hilfe gewährt. Allerdings helfen sie nicht durch Zuschüsse, sondern durch die Vergabe von Krediten und Garantien. Ognian Hishow bezweifelt, dass die betroffenen Länder – vor allem Griechenland und Portugal – die damit verbundene neuerliche Belastung tragen können. Daher plädiert er dafür, dass die übrigen Euroländer einen Teil der Last übernehmen.

Noch kurz vor Ausbruch der globalen Finanzkrise schien sich die EU auf einem Pfad der wirtschaftlichen Nachhaltigkeit zu befinden: Das Wachstum beschleunigte sich, die Beschäftigung legte zu und die Defizite der öffentlichen Haushalte waren unter Kontrolle. Mittlerweile sind diese Leistungen vielerorts Geschichte. Insbesondere bereitet die wohl außer Kontrolle geratene Schuldenkrise sowohl in der EU-27 als auch im Eurogebiet Sorge. Das Statistikamt der EU-Kommission Eurostat projiziert mittelfristig einen schnelleren Anstieg der öffentlichen Schuld im Vergleich zum BIP-Wachstum in 25 der 27 Mitgliedstaaten. Fast überall werden die Haushalte mit Primärdefiziten abschließen, zu denen Zinszahlungen hinzukommen. Ob sich danach eine Trendumkehr einstellt, bleibt abzuwarten.

In einigen Mitgliedstaaten mit bereits hohen Schuldenständen ist jedenfalls keine Trendumkehr zu erwarten.<sup>1</sup> Die Last des Schuldendienstes könnte sich für Irland, Portugal, Ungarn, ja sogar Frankreich, als nicht tragfähig erweisen. Mit Sicherheit ist ein Mitgliedstaat – Griechenland – über den kritischen Punkt hinaus. Irland und Portugal dürften schnell folgen.

### Von schwarzen Löchern und Insolvenzen

In der Astrophysik beschreibt man die kritische Linie um ein Schwarzes Loch als Event Horizon: Kein materielles Objekt – Stern, Planet, Raumschiff oder Lichtstrahl – könnte hinter dieser Grenze bestehen. Athen hat den Event Horizon überschritten: Mit einem erwarteten Schuldenstand von 156% des BIP 2012 kann sein

Finanzsystem den erforderlichen Zinsdienst von über 8% des BIP und rund 20% der Steuer- und Abgabenquote nicht aufbringen. Es dürfte in Kürze seine Zahlungsunfähigkeit erklären. Irlands Nettoneuverschuldung 2011-2012 ist in Relation zum BIP sogar noch größer, aber die relativen Zinsausgaben sind nur halb so belastend. Viel hängt von der Gesundung des irischen Bankensektors ab, denn der Staat kann sich keine weiteren kreditfinanzierten Rettungsaktionen leisten. Portugals Haushaltsdefizite sind geringer als die irischen, aber sein prognostiziertes Wachstum ist mit durchschnittlich nur 1% (nominal) in diesem und im nächsten Jahr sehr verhalten. Ungarn scheint sich dagegen vom Event Horizon zu entfernen – mit nominal 5,5% 2011-2012 entfaltet sein BIP eine ausreichende Dynamik.

Die Schuldenlage Griechenlands, Irlands und Portugals hat umfassende Diskussionen ausgelöst. Zusammengefasst könnten diese Länder auf zwei Wegen ihre Schuldenquote zunächst stabilisieren und dann reduzieren: Erstens, wenn das nominale Wirtschaftswachstum in % größer ist als der Zinsdienst in % des BIP; zweitens, wenn Primärüberschüsse erzielt werden.<sup>2</sup>

Eine Kombination aus beiden wäre noch besser. Im ersteren Fall ist die Bedingung, dass keine weiteren Budgetdefizite erlaubt sind. Dann wächst das Land aus seiner Schuld heraus, wobei Sparmaßnahmen und andere störende Zwänge wegfallen. Dieser (Ideal-)Fall ist zwar selten in der Wirtschaftsgeschichte, jedoch keinesfalls unüblich. Zahlreiche EU-Mitgliedstaaten waren überwiegend auf diesem Weg in den 1990er Jahren in

<sup>1</sup> Vgl. Ognian Hishow: Die Schuldenkrise in der Europäischen Union. Schuldenabbau und Prävention durch neue Nachhaltigkeitsregel, SWP-Aktuell 2010/A 47, Juni 2010.

<sup>2</sup> Dabei sind Defizite sogar erlaubt, wenn sie unter der Nachhaltigkeitsgrenze bleiben: Sie müssen kleiner/gleich der Schuldenquote mal dem nominalen BIP-Wachstum sein. (Beispielsweise darf bei einer Schuldenquote von 80% und einem Wachstum von 3% das Defizit nicht größer als 2,4% des BIP sein).

der Lage, sich spürbar zu „entschulden“. Gerade Irland ist hier exemplarisch: Von einem Schuldenquotenhoch von 113% des BIP 1987 reduzierte es seine Schuldenquote auf den westeuropäischen Bestwert von 25% des BIP kurz vor der Finanzkrise, 2012 wird sie wieder auf etwa 114% hochschießen. Auch Griechenland war es Ende der 1990er und zu Beginn der 2000er Jahre zweimal gelungen, seine Schuldenquote zu verkleinern. Portugals (sowie Ungarns) Schuldenquote ist seit den frühen 2000er Jahren kontinuierlich gestiegen.

Beim zweiten Weg stehen dem Erfolg gravierende Hindernisse im Weg. Je geringer das Wachstum, desto spürbarer müssen die Defizite verkleinert werden. Aber höhere Steuern und/oder Ausgabenkürzungen können zu einer Rezession/Stagnation führen und torpedieren die Entschuldungsanstrengungen. In Griechenland, Portugal und Irland wirkt sich der relativ große Einkommensmultiplikator hinderlich aus: Einerseits ist hier die Steuer- und Abgabenquote kleiner als im Durchschnitt des Eurogebiets, andererseits ist in den drei Ländern der Konsumanteil am BIP relativ groß. Die Folge ist, dass Ausgabenkürzungen zum Zweck der Defiziteliminierung die Wirtschaftsleistung deutlich zurückgehen lassen. Wachstum ist schwer zu erzielen, es sei denn andere Sektoren – etwa der Exportsektor – könnten dies kompensieren. Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit ist aber unter den Bedingungen der Einheitswährung nur auf dem Weg einer realen Abwertung möglich, also durch ein strenges Austeritätsprogramm, was beide Länder kaum durchstehen würden. Entsprechend würden die volkswirtschaftlichen Kosten einer Insolvenz für beide Staaten viel größer sein als für Argentinien 2001, wo die Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung der nationalen Währung verbessert werden konnte. Irlands Lage ist auch nicht besser: Sein Leistungsbilanzsaldo wird zwar mit einem Überschuss abschließen, aber seine sehr hohen Budgetdefizite lassen langfristige Probleme befürchten.

Die EU muss damit rechnen, dass keines der drei Länder mit seinem Schuldenproblem aus eigener Kraft fertig werden kann: Die Zahlen sprechen eine deutliche Sprache.<sup>3</sup> Das nominale BIP-Wachstum dieser Länder war während der Krise negativ und bleibt in den kommenden Jahren sehr verhalten. Dagegen liegt der Zinsdienst in allen drei Ländern mehrere Prozentpunkte

3 Vgl. EU Commission, DG EcFin, Reihe European Economy, Statistical Annex Autumn 2010, Tabellen 82,83,92, unter: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/statistical\\_annex\\_autumn2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/statistical_annex_autumn2010_en.pdf).

**Dr. Ognian N. Hishow** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter der Stiftung Wissenschaft und Politik in Berlin.

über der BIP-Wachstumsrate. Auch die zweite Option – radikale Budgetkürzungen – gelingt wohl nicht und die Haushaltsdefizite werden über der Nachhaltigkeitsgrenze liegen. In beiden Fällen beschleunigt sich der Schuldenanstieg.

### Ein Rettungsdienst für die Notleidenden

Unter dem Eindruck der prekären Lage zunächst Athens und später Dublins beschloss die EU (unter Einbeziehung des IWF) 2010 ein Rettungspaket von 110 Mrd. Euro für Griechenland und die Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität (EFSF) mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro.

Beide Maßnahmen verdienen vor dem Hintergrund der Bedürftigkeit der drei gefährdeten Staaten aber nicht den Namen Rettungsschirm. Anstatt einer „Rettung“ wurde nämlich ein weiteres Schuldenpaket auf den bereits schweren Schuldenberg, den Griechenland und Irland zu tragen haben, draufgesattelt. Die frischen Kredite wurden zu Zinssätzen von 5% (Griechenland) und 6% (Irland) gewährt; sie liegen damit über dem nominalen Wachstum, so dass die „Rettung“ nur ein Hinausschieben und Verteuern des Untergangs bewirkt. Portugal konnte am 12.1.2011 zwei kleine Anleihen am Markt platzieren, aber der gefeierte „Erfolg“ brachte nur eine Lageverschärfung, da der Zinssatz mit 5,4 und 6,72% gemessen am BIP-Wachstum zu hoch ist.

Aufgrund von Problemen in ihren Staatshaushalten dürften Athen, Dublin und Lissabon ohne Kurswechsel die Zahlungen bald einstellen. Nur hat die EU keinen Krisenmechanismus, um eine Insolvenz in den nächsten Monaten zu managen. Gleiches gilt auch mittelfristig: Bundeskanzlerin Angela Merkel räumte in ihrer Berliner Regierungserklärung im Dezember 2010 zwar ein, dass die Hilfe für EU-Mitgliedstaaten erst nach einer Prüfung der Schulden Tragfähigkeit erfolgen soll. Dies war aber in einem Mantel aus weiteren Forderungen verpackt: Kein Abtreten von nationalen Hoheitsrechten an Europa und Einstimmigkeitsprinzip bei Hilfszusa-

gen.<sup>4</sup> Letzteres macht den Prozess langwierig, was bei Insolvenzen kontraproduktiv ist. Ähnlich befasste sich der Europäische Rat auf seinem Dezember-Gipfel 2010 mit einem ständigen Rettungsschirm ab Mitte 2013, nicht aber mit dem praktischen Management der bevorstehenden Insolvenz eines Mitgliedstaates.<sup>5</sup>

Die durchgeführten und geplanten Maßnahmen – wie mögliche Eurobondemissionen – würden im Fall Griechenlands, Irlands und wohl Portugals nicht mehr helfen. Zugleich birgt eine ungeordnete Zahlungsunfähigkeit mehrerer Mitgliedstaaten und Teilnehmer an der Wirtschafts- und Währungsunion wegen der EU-weiten finanzwirtschaftlichen Verflechtung ein hohes „Ansteckungs“-Risiko. Auch aus ihrer sozialen (Verarmung) und politischen (Unruhen, Instabilität, Radikalisierung) Gründen sollte ein Staatsbankrott vermieden werden. Folglich ist eine effektive Rettung ein Imperativ. Dabei sind zwei Aspekte wichtig:

- Es muss sofort – in den nächsten Wochen – gehandelt werden;
- Es muss verinnerlicht werden, dass die Rettungsaktion die Form einer „Schenkung“ haben wird, so dass sie nicht zurückgefordert werden kann.

Was muss getan werden? Die vielbeschworene EU-Solidarität muss den Betroffenen reelle Hilfe zuteil werden lassen. Reelle Hilfe heißt, dem mit der Schuld Überfrachteten einen Teil der Last abzunehmen, damit er bei Kräften bleibt und nicht unter dem Schuldenberg zusammenbricht. Genau das steht Griechenland bevor. Es muss folglich ein rascher Schuldentransfer zwischen Athen und der EU stattfinden: Ein Teil der Forderungen muss auf die EU übergehen, die sie dann auch bedient.

### Übernahme der Belastung erforderlich

Wie viel soll aber auf die Partner übertragen werden? Der Zinsdienst darf nicht höher ausfallen als das künftige Wachstum; daraus ergibt sich aus einem Durchschnittszinssatz für die Gesamtschuld von rund 6% eine tragfähige Schuldenquote von höchstens 80% des

BIP.<sup>6</sup> Da sich die Gesamtquote 2011 auf 150% des BIP beläuft, müsste die EU entsprechend rund 70% des BIP bzw. ca. 160 Mrd. Euro übernehmen und bedienen. Der Rest bleibt bei den Griechen, die die Last nun leichter tragen und weiterhin zahlen können.

Irlands erwarteter Zinsdienst ist gerade noch tragfähig. Da der Haushalt aber mit hohen Defiziten abschließen wird, wachsen die Schuldenquote und mit ihr die Zinszahlungen. Sie dürfen aber nach 2013/2014 höchstens 4% des BIP betragen und würden damit der zu erwartenden Wachstumsrate entsprechen. Da Dublin unter dem EFSF-Schirm ist, kann es zur Refinanzierung fälliger Anleihen daraus weiterhin Kredit bekommen; die Kredite dürfen aber nicht höher als mit 3,5%<sup>7</sup> verzinst sein, andernfalls ist die Zinsdienstbelastung zu hoch. Würde also die EFSF Anleihen am Kapitalmarkt zu höheren Zinsen (z.B. 5,5%) platzieren, muss sie die Differenz von zwei Prozentpunkten aus Steuergeldern oder durch die Kreditaufnahme der Partner ausgleichen. Bei einem erforderlichen Nettokreditbedarf von wohl 10% des BIP (davon 6% 2013 und 3% 2014), der entsteht, bevor das nominale BIP-Wachstum die Zinsquote erreicht, macht das je nach BIP-Volumen 330 bis 400 Mio. Euro, die die restlichen EU-Mitgliedstaaten Dublin „schenken“ sollten.

Die Rechnung für Portugal sieht wiederum anders aus, wenn angenommen wird, dass sein nominales Wachstum mittelfristig bei 3,0% bzw. um einen Prozentpunkt unter dem Wert der 2000er Jahre liegen dürfte. Eurostat erwartet eine Schuldenquote von 92% des BIP im Jahr 2012. Bei einer Durchschnittsverzinsung von 4,5% und mehr, was zu erwarten ist, da die Zinsen bei Neuemissionen weit darüber liegen, belaufen sich die Zinsausgaben auf 4,3% des BIP. Sie sind nicht zu leisten, wenn sie mehr als 3,0% des BIP – der erwarteten nominalen Wachstumsrate – betragen. Die zulässige Schuldenquote Lissabons beträgt maximal 64% des BIP.<sup>8</sup> Wie im Falle Griechenlands müsste die EU die Differenz zur Schuldenquote (92% des BIP 2012) von 28 Prozentpunkten bzw. 49 Mrd. Euro übernehmen.

Woher sollen diese gewaltigen Mittel, vor allem für Athen und Lissabon, kommen? Sie sind im 2010 eingerichteten Rettungsfonds bis Mitte 2013 verfügbar.

4 Regierungserklärung von Bundeskanzlerin Dr. Angela Merkel zum Europäischen Rat am 16./17. Dezember 2010, unter: [http://www.bundesregierung.de/nn\\_1514/Content/DE/Bulletin/2010/12/132-1-bk-regerkl-bt.html](http://www.bundesregierung.de/nn_1514/Content/DE/Bulletin/2010/12/132-1-bk-regerkl-bt.html).

5 Vgl. zu den Beschlüssen European Council: Conclusions, 16.-17. Dezember 2010, unter [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/118578.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/118578.pdf).

6 Aus der Formel „Schuldenquote (SK) x Zinsdienst = Zinslast als Anteil des BIP errechnet sich die tragfähige SK als  $0,048/0,06 = 0,8$ . Der Kalkulation basiert auf der Annahme, dass sich das nominale BIP-Wachstum bei 4,5 bis 5% einpendelt (angenommene mittelfristige Inflationsrate: 3%).

7 Da „SK x Zinssatz = Zinsdienst in % des BIP“, ist der tragfähige Zinssatz gleich dem Zinsdienst/SK.

8  $3,0\% \text{ Zinsdienst} / 4,75\% \text{ (maximales) Zinsniveau} = \text{tragfähige SK}$ .

Dabei handelt es sich um Steuergelder, die die gesunden Mitgliedstaaten im eigenen Interesse bereitstellen.<sup>9</sup> Das Zeitfenster für die Athen-Rettung ist Mitte 2011 bis Mitte 2012, danach schließt es sich; Portugal kann bis etwa Ende 2012 geholfen werden. Die Kosten für die Vermeidung einer Kettenreaktion von Insolvenzen weiterer Staaten in Höhe von gut 209 Mrd. Euro sind somit der Preis der europäischen Solidarität. Die „gesünderen“ Partnerländer werden unweigerlich belastet, weil die Hilfe nicht in Form von zurückzahlbaren Krediten erfolgt, wie bislang suggeriert.

In welcher Form werden diese 209 Mrd. Euro durch den EU-Rettungsfonds bereitgestellt und welcher Anteil entfällt auf Deutschland? Zunächst muss damit gerechnet werden, dass der IWF nicht an der Übertragungsaktion beteiligt sein kann, da seine Statuten die Kreditbereitstellung gegen Zins und keine kostenlose Schuldenübernahme vorsehen. Auch der Anteil der EU-Kommission am Rettungsfonds von 60 Mrd. Euro kommt kaum in Frage, da die Kommission dieses Geld nur in Form von Anleihen auf dem internationalen Kapitalmarkt beschaffen kann und anschließend erwarten wird, dass Griechenland, Irland und Portugal den Schuldendienst tragen.

Bleiben die von den Mitgliedstaaten garantierten restlichen 440 Mrd. Euro. Aufgeschlüsselt nach den Anteilen der Euroraum-Mitglieder am Zeichnungskapital der Europäischen Zentralbank ergibt sich ein deutscher Beitrag von 48 Mrd. Euro bzw. 1,9% des BIP. Dadurch würde die deutsche Schuldenquote Ende 2012 statt 75,2% nun 77,1% des BIP betragen.<sup>10</sup>

Eine – leichte – Reduzierung der Belastung der Partner ist zwar möglich. Die EU kann einen Abschlag auf die Forderungen ankündigen und so auch die privaten Gläubiger an den Kosten beteiligen, aber dieser muss moderat sein. Andernfalls würden die Risikoaufschläge für einen frischen Kredit an Griechenland und Portugal (die ja nun wieder zahlungsfähig sein werden) in die Höhe gehen und die Vorteile der Entlastung durch die EU-Partner zunichtemachen. Das hat auch die Politik eingesehen: Der EU-Dezembergipfel 2010 der EU hat im Fall von Insolvenzen auf einen Beitrag der privaten Gläubiger an den Kosten in Form eines Forderungsaufschubs bzw. -verzichts hingewiesen.<sup>11</sup> Allerdings wird

diese Option auf den äußersten Notfall beschränkt – wohl unter dem Eindruck der Flucht der Finanzmärkte aus Staatsanleihen überschuldeter Euro-Staaten, nachdem Deutschland heftig eine pauschale Beteiligung privater Gläubiger an den Insolvenzkosten gefordert hatte.

## Fazit

Weil die Insolvenz einiger EU-Mitgliedstaaten unmittelbar bevorsteht, ist eine teilweise Übernahme der Belastung wohl alternativlos. Die Überschuldungsdiskussion hat eine Schuldenübernahme durch die Mitgliedstaaten bisher nicht in Erwägung gezogen; stets wurde nach einer kreditbasierten Lösung gesucht. Eine solche Lösung für Griechenland und Portugal ist aus makroökonomischen Gründen jedoch nicht realistisch. Zwar werden derzeit Alternativlösungen diskutiert – wie der Rückkauf der eigenen Schuld durch den griechischen Staat mit geliehenen Rettungsfonds-Geldern. Das würde aber nicht die erforderliche Entlastung bringen, im Gegenteil, die Schuldenquote würde zulegen, während der Abschlag auf die Schuld gering ausfiele. Auch die Überlegung, den IWF anzurufen, läuft ins Leere. Zum einen übersteigt der Refinanzierungsbedarf (vor allem Athens) die IWF-Quotengrenzen. Zum anderen würden die harschen Konditionen Deflation und Wachstumsschwäche und damit ein Einstellen des Schuldendienstes bewirken. Weitere Modelle wie eine Neuauflage des Brady-Deals aus den 1990er Jahren<sup>12</sup> würden viel Zeit benötigen, die Athen und Lissabon nicht mehr haben. Irland zu helfen ist wegen seines höheren BIP-Wachstums einfacher, aber es muss zinsgünstige Anleihen bekommen. Die Zinssubventionierung geht auf Kosten der restlichen EU-Partner (ohne Griechenland und Portugal). Ab 2014 dürfte Dublin aus seiner Schuld allmählich herauswachsen, was bei den anderen beiden Ländern unwahrscheinlich ist.

Auch bietet das vorliegende Konzept maßgeschneiderter Lösungen, da es das Volumen der Hilfe an der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des insolventen Landes orientiert. Dagegen sind andere Vorschläge zur Höhe der Beteiligung, etwa einen künftigen Europäischen Währungsfonds 60% der Schuld von insolventen EU-Mitgliedern übernehmen zu lassen, eher willkürlich.<sup>13</sup>

9 Das war nicht immer so: Bekanntlich verweigerte die Slowakei ihre Teilnahme am griechischen Rettungspaket. Dagegen schloss sie sich dem Rettungsfonds-Beschluss an.

10 Der deutsche Anteil würde effektiv sogar marginal höher ausfallen, da Griechenland, Irland und Portugal zum Fonds nichts beisteuern.

11 European Council, a.a.O., [www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/118578.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/118578.pdf).

12 Das vom damaligen US-Finanzminister Brady entworfene Schema sah den Tausch von alten entwerteten Schuldverschreibungen gegen neue besicherte Papiere vor, die von den Gläubigern akzeptiert wurden.

13 Statt 60% könnten es 50 oder 70%, etc. sein. Vgl. zu diesem Vorschlag Daniel Gros, Thomas Meyer: How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund, EU Commission, DG INTERNAL POLICIES, unter: [www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201003/20100309ATT70196/20100309ATT70196EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201003/20100309ATT70196/20100309ATT70196EN.pdf), S. 5.