

Staatsverschuldung in der Euroland-Peripherie: Es gibt noch viel zu tun – packt es an!

- Die jüngsten Verhandlungen mit Griechenland machten deutlich, dass die Schuldenkrise noch nicht ausgestanden ist. Wie ist es um die Problemländer bestellt?
- Erwartungsgemäß sieht im Euroraum die Situation in Griechenland am ungünstigsten aus. Nur dank viel zu optimistischer Annahmen der Troika steht eine spürbar rückläufige Schuldenstandsquote in deren Büchern.
- Auch um Portugals Schuldentragfähigkeit ist es schlecht bestellt. Bei realistischen Wachstums- und Konsolidierungsannahmen verringert sich die Schuldenstandsquote kaum.
- Viel zu langsam geht es auch in Spanien vorwärts. Immerhin ist die Schuldenstandsquote dort deutlich geringer als in den anderen südeuropäischen Problemstaaten, und mit ein bisschen mehr Elan beim Konsolidieren könnte diese sogar deutlich schneller sinken.
- Reformen für mehr Wachstum sind der Schlüssel für Italien, denn dieses benötigt das Land dringend, um schneller von der hohen Verschuldung herunterzukommen.
- Erfreulich sieht es in Irland aus: Hohes Wachstum und Haushaltsüberschüsse führen zu einer zügigen Verringerung der Schuldenstandsquote.

Die europäische Schuldenkrise ist abgeebbt. Aber nur vorläufig! Solange die Schuldenstandsquoten in der Eurozone noch so hoch wie gegenwärtig sind, kann die Schuldenkrise jederzeit wieder hochkochen. Was muss getan werden, um die Staatsfinanzen tragfähiger auszugestalten? Welche Stellschrauben gibt es? Wie sehen die Perspektiven für die Problemländer aus?

Ein Instrumentarium zur Beurteilung der Staatsfinanzen

Um die Entwicklung der Staatsverschuldung zu analysieren, beginnt man bei ihren Einflussfaktoren. Der gegenwärtige Schuldenstand S_t entspricht dem Schulden-

stand des Vorjahrs S_{t-1} zuzüglich der fälligen Zinszahlungen (Schuldenstand multipliziert mit dem Zinssatz i), abzüglich des Primärsaldos PS_t (Budgetsaldo des Staates ohne Zinszahlungen). Liegt ein Haushaltsüberschuss vor, verringert sich ceteris paribus der Schuldenstand.

$$S_t = S_{t-1} + S_{t-1} \cdot i - PS_t$$

Da uns im Folgenden das Verhältnis zur jährlichen Wirtschaftsleistung einer Volkswirtschaft (nominales Bruttoinlandsprodukt) interessiert, dividieren wir die Variablen durch dieses und formulieren die Gleichung etwas um (kleine Buchstaben symbolisieren diese Quoten). Hieraus resultiert die Entwicklungsgleichung der Schuldenstandsquote s :

$$s_t = s_{t-1} \frac{1+i}{1+g} - ps_t$$

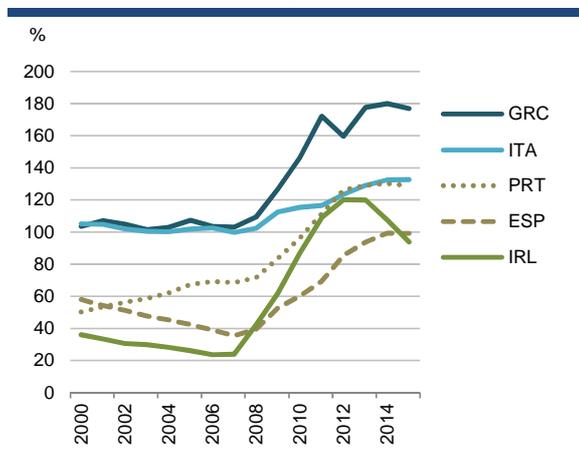
Ferner unterteilen wir das nominale Wachstum g in das reale Wachstum y und die Inflation p .

$$s_t = s_{t-1} \frac{1+i}{1+y+p} - ps_t$$

Aus dieser Gleichung kann man folgende Aussagen bezüglich der **Einflussfaktoren für die Entwicklung der Schuldenstandsquote** herauslesen. Die Schuldenstandsquote sinkt, wenn

- der Zinssatz i sinkt,
- das reale Wachstum y steigt,
- die Inflation p steigt
- und die Primärsaldoquote ps zunimmt, d.h. die Defizite sinken bzw. die Überschüsse steigen.

Abb. 1 Schuldenstandsquoten



Quellen: AMECO, DekaBank



Der Einfluss des Zinssatzes, der Wachstumsrate und der Inflation ist umso größer, je höher die Schuldenstandsquote im Vorjahr war. Hier zeigt sich ein ernstes **Problem der Hochschuldenländer**: Hohe Zinsen, eine Rezession oder eine Deflation lasten dort auf der Schuldenentwicklung viel stärker als in Ländern mit einer geringeren Schuldenstandsquote. Dieser Sachverhalt wird gerne auch mit dem Begriff Schneeballeffekt umschrieben, weil es mit steigenden Schulden immer schwieriger wird, diese zu reduzieren.

Griechenland

Mittels dieses Instrumentariums kann man leicht die Treiber der Staatsverschuldung identifizieren. Es zeigt sich, dass Griechenland *bis in die Mitte des letzten Jahrzehnts* die hohe Zinslast durch hinreichend starkes Wachstum fast ausgleichen konnte: Die Schuldenstandsquote nahm nur langsam zu. Rückenwind brachte der Beitritt zur Europäischen Währungsunion, der die zu zahlenden Zinsen mehr als halbierte. Gleichzeitig wurde allerdings die Haushaltspolitik laxer, aus dem Primärüberschuss wurde ein Defizit. Die große Wende brachte dann die *zweite Hälfte des letzten Jahrzehnts*: Das Primärdefizit wuchs dramatisch an und trug im Schnitt jährlich mehr als vier Prozentpunkte zum Anstieg der Schuldenstandsquote bei. Gleichzeitig lastete die Lehman-Krise auf der Konjunktur. Im Schnitt wuchs die Schuldenstandsquote jährlich um fast fünf Prozentpunkte. In der Hochphase der *Schuldenkrise bis einschließlich 2014* beschleunigte sich das Wachstum der Schuldenstandsquote auf jährlich über neun Prozentpunkte. Wä-

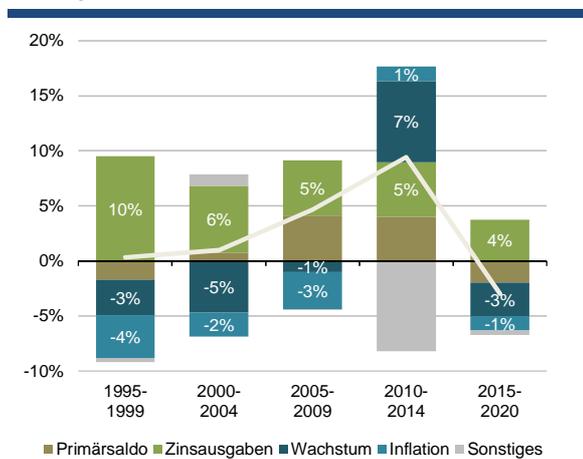
re der Schuldenschnitt im Jahre 2012 nicht erfolgt, wäre dieser Anstieg im Schnitt sogar noch um rund acht Prozentpunkte pro Jahr höher ausgefallen. Woran lag dieses katastrophale Ergebnis? Zum einen daran, dass im Vergleich zu den vorangegangenen fünf Jahren die Haushaltskonsolidierung nicht vorankam, zum anderen an der Rezession, die immerhin jährlich rund sieben Prozentpunkte zum Anstieg der Schuldenstandsquote beitrug.

Nimmt man neben der schon bekannten Entwicklung des Jahres 2015 die Projektionen des IWF, die letztlich den Annahmen der Troika entsprechen, dann käme es zu einer Reduzierung der Schuldenstandsquote ab dem Jahre 2018. Ist also alles in Ordnung? Nein! Betrachtet man nämlich die Daten, die diesen Berechnungen zugrunde liegen, so muss man ein dickes Fragezeichen hinter die Ergebnisse machen. Wird es Griechenland realistischerweise gelingen, ab dem kommenden Jahr mit jährlich 2,7 % zu wachsen und gleichzeitig Primärüberschüsse von 2,7 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zu erwirtschaften? Wohl kaum. Auch der IWF hegt hieran Zweifel, zumindest deutet dies das von Wikileaks veröffentlichte Telefonprotokoll an. Diese optimistischen Setzungen dürften eine politische Vorgabe der Europäer gewesen sein, die den vom IWF favorisierten Schuldenschnitt verhindern und gleichzeitig den IWF weiter an Bord halten wollen. Das geht aber nur, wenn es eine Perspektive für eine substantielle Reduzierung der Schuldenstandsquote gibt.

Damit sind wir beim Kern des Problems der neuen Verhandlungen mit Griechenland. Neben der Frage, wie groß die Zielverfehlung bei den Reformversprechen ist, stehen die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen und die Beteiligung des IWF im Zentrum des Geschehens.

Tatsächlich könnte man auch Argumente für einen erneuten Schuldenschnitt finden. Nicht nur, dass dieser die griechische Schuldenstandsquote mit einem Schlag verringern würde, er reduziert auch den Schneeballeffekt: Mit einer geringeren Schuldenlast würde Griechenland ein weniger hohes Wirtschaftswachstum oder eine weniger starke Reduktion der Zinsen benötigen, um seine Schuldenstandsquote in Zukunft unter Kontrolle halten zu können. Gegen einen Schuldenschnitt sprechen aber politische Gründe: Wenn es schon jetzt nur mit großen Schwierigkeiten – bzw. zum Teil gar nicht – gelingt, Griechenland zur Einhaltung der versprochenen Reform- und Sparmaßnahmen zu bringen, wie soll das erst nach einem Schuldenschnitt möglich sein? In der Diskussion sind daher Schuldenerleichterungen in einem Zug-um-Zug-Verfahren: Erst nach dem Erreichen von

Abb. 2 GRC: Faktoren der Schuldenstandsveränderung



Quellen: AMECO, IWF, DekaBank



vereinbarten Zielmarken sollten Schuldenerleichterungen gewährt werden. Ungelöst bleibt das Problem, dass ein Schuldenerlass der öffentlichen Hand nicht nur dem Stabilitätspakt widersprechen, sondern auch falsche Signale an andere Problemstaaten aussenden würde.

Portugal

Auch in Portugal begann nach dem Beitritt zur Währungsunion die fiskalische Vernunft auf der Strecke zu bleiben. Immerhin schraubten sich die Primärdefizite nicht ganz so weit in die Höhe wie im Falle Griechenlands. Auch lasteten die Zinsausgaben nicht so sehr auf der Schuldenentwicklung. Das Problem war ein deutlich geringeres Wachstum, das nicht ausreichte, um die zu hohen Zinsausgaben und Primärdefizite in Schach zu halten. In der Folge stieg die Schuldenstandsquote von 50 % im Jahre 2000 innerhalb von 14 Jahren auf über 130 % an.

Anders als im Falle Griechenlands erscheinen die Prognosen des IWF für Portugal realistischer, aber nicht weniger ernüchternd. So geht der IWF von durchschnittlich 1,2 % Wachstum und Primärüberschüssen von jährlich 1 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aus. Doch selbst für letztere sind einige Anstrengungen der portugiesischen Regierung notwendig. Da Portugal allerdings anders als Griechenland weder in den Genuss von Zinsvergünstigungen noch eines Schuldenschnitts gekommen ist, gelingt es dem Land in diesem Szenario dennoch bis 2020 nicht, die Schuldenstandsquote substantiell zu verringern. Tatsächlich sind die Probleme aber noch größer. Denn die linke Minderheitsregierung hat

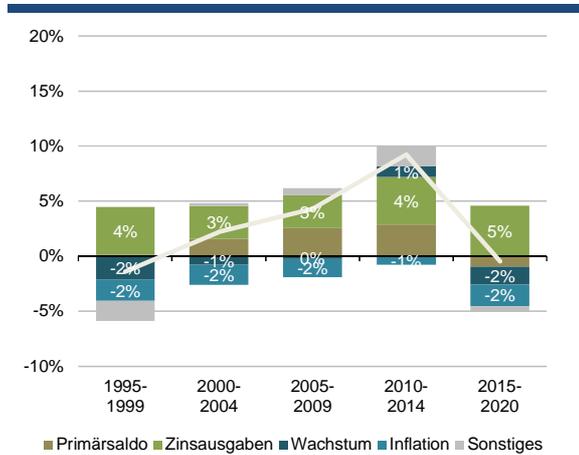
den Konsolidierungspfad abgeschwächt und zahlreiche Reformmaßnahmen gestoppt, beispielsweise die Rentenreform, Reformen im öffentlichen Dienst, Deregulierungen oder auch Privatisierungen.

Spanien

Lange Jahre war Spanien ein fiskalisches Vorzeigeland. Dank eines guten Wachstums und eines ausgeglichenen Primärhaushaltes gelang es, die ohnehin schon geringe Schuldenstandsquote bis 2007 auf 35,5 % zu drücken. Dann kam die globale Finanzkrise und änderte alles. Spanien fiel in eine lang anhaltende Rezession und bekämpfte diese mit Konjunkturprogrammen. Durch die Wahl ungeeigneter fiskalischer Instrumente waren die Stimuli allerdings überwiegend permanenter Natur. Sie belasteten damit den Staatshaushalt über einen zu langen Zeitraum. Zu der Immobilienkrise gesellte sich zudem eine Bankenkrise, die weitere Ausgaben des Staates verlangte.

Der Abbau der Primärdefizite und das hohe Wachstum sind die zwei tragenden Elemente für die Stabilisierung der inzwischen auf über 100% angestiegenen Schuldenstandsquote. Die fiskalischen Aufräumarbeiten sind zuletzt ins Stocken geraten. Soll die hohe Schuldenstandsquote wieder sinken, muss trotz guter Wachstumserwartungen der Konsolidierungskurs verstärkt werden: Primärüberschüsse von mehr als einem Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sind die Mindestanforderung, die prinzipiell durchaus zu erreichen wäre.

Abb. 3 PRT: Faktoren der Schuldenstandsveränderung



Quellen: AMECO, IWF, DekaBank

Abb. 4 ESP: Faktoren der Schuldenstandsveränderung



Quellen: AMECO, IWF, DekaBank



Italien

Auch in Italien erlahmte der eiserne Sparwille schon bald nach dem Eintritt in die Währungsunion. Immerhin gelang es aber weiterhin (mit Ausnahme des Jahres 2009), Primärdefizite zu vermeiden bzw. sogar in fast allen Jahren Überschüsse zu erwirtschaften. Unterstützt wurde dies durch deutlich geringere Zinsausgaben nach dem Beitritt zur EWU. Geholfen hat es dennoch nichts, denn Italiens Wachstum war so schwach, dass es zwischen 2005 und 2014 im Schnitt sogar schuldentreibend wirkte.

Trotz des vom IWF für die Zeit *ab 2016* prognostizierten moderaten Wachstums von durchschnittlich einem Prozent und des Anstiegs des Primärüberschusses auf bis zu 3,2 % im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt gelingt es nur langsam, die hohe Schuldenstandsquote von über 130 % zu verringern. Solch hohe Primärüberschüsse scheinen durchaus ambitioniert zu sein. Doch der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass Italien schon früher in der Lage war, dies über einen längeren Zeitraum zu leisten.

Irland

Die Erfahrungen Irlands offenbaren tiefe Einblicke in die Mechanismen der Finanz- und Schuldenkrise. Im Jahr 2006 war Irland mit einer Schuldenstandsquote unter 25 % noch ein echter Musterknabe: Solide Primärüberschüsse und ein hohes Wirtschaftswachstum hatten den Schuldenstand tief nach unten gedrückt. Dann begann das Ungemach: Das Platzen der Immobilienblase und

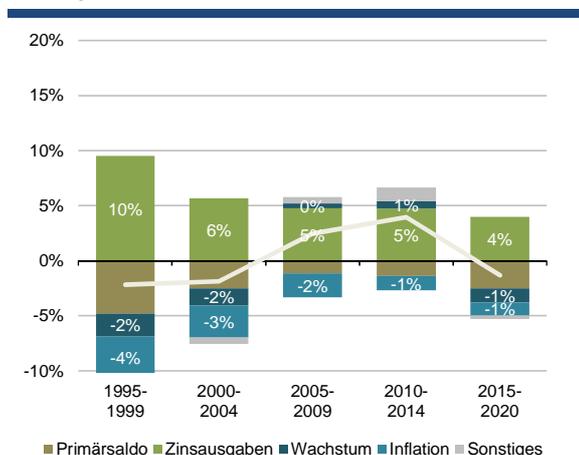
die Lehman-Pleite brachten die irischen Banken 2008 in eine beängstigende Schieflage. Der Staat war gezwungen umfangreiche Garantien auszusprechen, die die Schuldenstandsquote drastisch erhöhten. 2009 musste die Regierung Irlands die Banken finanziell unterstützen und rezessionsbedingte Defizitsteigerungen hinnehmen. Die Primärdefizitquote schwoll 2010 auf unglaubliche 29,3 % an. Bis 2012 sprang die Schuldenstandsquote auf über 120 %.

In keinem anderen Land schoss die Schuldenstandsquote so schnell und stark in die Höhe, nicht einmal in Griechenland. Doch anders als in Hellas sinkt die irische Schuldenstandsquote auch seit 2012 in einem beachtlichen Tempo. Den Unterschied macht zum einen das hohe Wachstumstempo Irlands, zum anderen aber auch der erklärte Reform- und Konsolidierungswille der Regierung. Schon 2015 war die Schuldenstandsquote wieder unter die 100 %-Marke gefallen, bis 2020 könnte gemäß den IWF-Projektionen ein Wert von etwas über 80% erreicht werden. Hierzu bedarf es eines durchschnittlichen nominalen Wachstums von 3,5 %. Das scheint hoch, aber allein in diesem Jahr sind schon 5 % Wachstum drin. Gleichzeitig müssten Primärüberschüsse von durchschnittlich 2,4 % erzielt werden. Das ist zumindest mit Blick auf die Vergangenheit für Irland keine unlösbare Aufgabe.

Fazit:

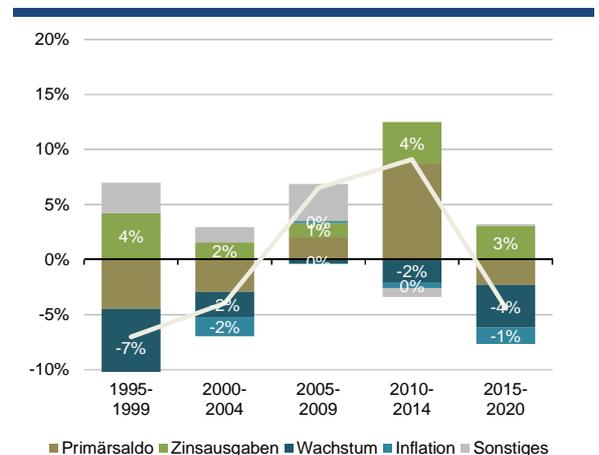
Wie ist es also um die Schuldentragfähigkeit der Problemländer bestellt?

Abb. 5 ITA: Faktoren der Schuldenstandsveränderung



Quellen: AMECO, IWF, DekaBank

Abb. 6 IRL: Faktoren der Schuldenstandsveränderung



Quellen: AMECO, IWF, DekaBank



- Ohne erkennbare Probleme steht **Irland** da, denn trotz des hohen Schuldenstands deutet alles auf eine weitere spürbare Reduzierung der Schuldenstandsquote hin. Mit einem Wert von knapp über 80 % wird 2020 zudem ein Niveau erreicht, das einen gewissen Abstand zur 100 %-Marke hat.
- In **Italien** geht es zwar voran, doch angesichts der hohen Schuldenstandsquote ist das Tempo zu langsam. Das Hauptproblem ist nach wie vor das kraftlose Wachstum. Hier gilt es mehr denn je, mit wirtschaftspolitischen Reformen das Wachstumspotenzial nach oben zu schrauben.
- **Spanien** wird es schaffen, die Schuldenstandsquote bis 2020 unter die 100 %-Marke zu drücken. Um diesen geringen Abbau zu schaffen, muss und wird sich die Regierung nicht anstrengen. Eine ambitioniertere Verringerung des Schuldenstandes durch höhere Primärüberschüsse wäre wünschenswert und möglich.
- Noch weniger erreicht **Portugal**. Die angestrebte minimale Reduzierung der Schuldenstandsquote ist nur bei für Portugals Verhältnisse recht hohen Sparanstrengungen erreichbar. Ob dies der linken Minderheitsregierung gelingen kann, ist fraglich.
- Wie zu erwarten, ist **Griechenland** das Schlusslicht. Zwar erwartet der IWF eine deutliche Verringerung der Schuldenstandsquote. Doch dies ist nur bei – aus unserer Sicht – unrealistischen Annahmen hinsichtlich Wachstum und Haushaltskonsolidierung möglich. Je länger die griechische Regierung

Tab. 1 Schuldentragfähigkeit

	Wachstum	Inflation	Primärsaldo	Schuldenstandsquote		
				2020	Veränderung ggü. 2015	realisierbar?
Irland	3,5	1,4	2,4	81,9	-16,6	ja
Italien	1,0	1,0	2,7	124,3	-8,5	ja
Spanien	2,1	1,1	0,2	97,3	-3,4	ja
Portugal	1,2	1,5	1,0	127,2	-1,8	möglicherweise
Griechenland	2,1	1,1	3,1	161,4	-17,6	nein

Quellen: AMECO, IWF, DekaBank

notwendige Reformen vor sich herschiebt, desto schwieriger wird es werden, die Schulden in einen langfristig tragfähigen Bereich zu drücken.

Das Resümee fällt also gemischt aus, und dies obwohl allen Berechnungen eine anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank und damit günstige Refinanzierung zugrunde liegt. Steigende Zinsen würden zwar die Verschuldungssituation verschärfen. Das hätte aber durchaus auch erzieherische Wirkungen, denn auf diese Weise würde den Regierungen die Notwendigkeit von Reformen und Konsolidierung stärker vor Augen geführt. Alles in allem kann man feststellen, dass bislang noch zu wenig erreicht wurde, um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung der südlichen Peripherieländer auf längere Sicht zweifelsfrei sicherzustellen.

Autor:

Dr. Andreas Scheuerle
 Tel.: (069) 7147-2736
andreas.scheuerle@deka.de

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüf-baren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die Darstellungen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse / Preise.