



Diskussionsbeiträge aus der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

ISSN 2198-2015

Johannes Schmidt¹

Von der Staatsverschuldung zum Staatsbankrott? Über die Bedingungen staatlicher Zahlungs(un)fähigkeit

Zusammenfassung

Der Anstieg der Staatsverschuldung sowie die krisenhaften Entwicklungen der letzten Jahre im Euroraum haben die Möglichkeit eines Staatsbankrotts wieder in die politische Diskussion gebracht. Dabei ist aber weitgehend unklar geblieben, was unter einem Staatsbankrott eigentlich verstanden werden soll und welche Ursachen er hat. In diesem Papier wird zunächst untersucht, inwieweit die Kriterien einer unternehmerischen Insolvenz auch auf Staaten angewendet werden können. Anschließend wird anhand der Entwicklung im Euroraum gezeigt, daß für die Möglichkeit eines Staatsbankrotts weniger die Höhe der Staatsverschuldung ausschlaggebend ist; entscheidend ist vielmehr, ob sich ein Staat in eigener Währung verschulden kann und – wenn dies nicht der Fall ist – die Auslandsverschuldung des gesamten Landes. Daraus ergeben sich wichtige Schlußfolgerungen für die europäische Wirtschaftspolitik.

Schlagworte

Staatsverschuldung, Fiskalpolitik, Staatsbankrott, Euro, Auslandsverschuldung, Geldpolitik, Europäische Zentralbank

JEL-Klassifikationen

E43, E44, E52, E58, F34, H63

¹ Hochschule Karlsruhe – Technik und Wirtschaft, Moltkestraße 30, D-76133 Karlsruhe, johannes.schmidt@hs-karlsruhe.de. Überarbeitete und erweiterte Fassung der Antrittsvorlesung des Autors an der Hochschule Karlsruhe vom 16.05.2012.



Impressum

Ausgabe: 1/2014

Herausgeber:

Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

Hochschule Karlsruhe – Technik und

Wirtschaft

**Moltkestraße 30
76133 Karlsruhe**

www.hs-karlsruhe.de/fakultaeten/w/lehre-und-forschung/veroeffentlichungen.html

ISSN 2198-2015

1 Einführung

„Wann kommt der Staatsbankrott?“ So fragte bereits im Jahre 1983 der Journalist PAUL C. MARTIN in seinem gleichnamigen Buch (MARTIN 1983). Und er lieferte für den deutschen Staat auch gleich die Antwort mit: allerspätestens im Jahr 2012. Denn dann sei der Zeitpunkt erreicht, zu dem die gesamten Staatseinnahmen ausschließlich für Zinsen verwendet werden müßten (MARTIN 1983, S. 258). Da das allerdings bedeuten würde, daß für alle anderen Staatsaufgaben keinerlei Mittel mehr zur Verfügung stehen, sah er den Staatsbankrott, also die Suspendierung eines Großteils der staatlichen Zahlungsverpflichtungen, bereits in den Jahren 1986-88 kommen (MARTIN 1983, S. 262). MARTIN kam zu diesem Ergebnis, indem er die Entwicklungen von Einnahmen und Ausgaben unter Zugrundelegung bestimmter Annahmen extrapolierte und daraus schloß, daß zu einem bestimmten späteren Zeitpunkt aus Mangel an liquiden Mitteln eine Zahlungseinstellung und damit ein Bankrott des Staates unvermeidlich sei. Allerdings ist der Staatsbankrott in diesem Sinne – zumindest in Deutschland – sowohl 1986 als auch in späteren Jahren ausgeblieben. Dennoch ist vor dem Hintergrund der weltweiten Finanzkrise das Thema wieder aktuell, und ein neueres Sachbuch zu dem Thema titelt: „Der Staatsbankrott kommt!“ (GRANDT 2010).

Auch in der Eurozone ist angesichts der Schwierigkeiten der sog. GIIPS-Länder (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) das Thema des Staatsbankrotts wieder aktuell: so wurde etwa im Jahre 2012 im Zusammenhang mit den Verhandlungen über einen Schuldenerlaß für den griechischen Staat immer wieder von der Gefahr eines Staatsbankrotts gesprochen bzw. davon, daß er eigentlich schon längst eingetreten sei. So schrieb etwa die Zeitung *Die Welt*: „Selbst wenn sämtliche Gläubiger auf 80 Prozent ihrer Ansprüche verzichten würden, betrügen Griechenlands Schulden in zehn Jahren immer noch 120 Prozent des Bruttoinlandprodukts, und das Land wäre nach den gängigen Kriterien der Ökonomie genauso bankrott wie heute.“ (LACHMANN 2012) Dieses Zitat ist für einen Ökonomen insofern überraschend, als keine Rede davon sein kann, daß es für den Bankrott eines Staates irgendwelche „gängigen Kriterien“ gäbe – es ist sogar fraglich, wie der Bankrott eines Staates überhaupt sinnvoll definiert werden kann.

Vor diesem Hintergrund soll daher im folgenden das Phänomen des Staatsbankrotts etwas genauer untersucht werden. Dazu folgt im *zweiten Abschnitt* ein kurzer Abriss über die wesentlichen Fragestellungen zum Staatsbankrott in der ökonomischen Literatur. Im *dritten Abschnitt* wird der Bankrott bzw. die Insolvenz auf unternehmerischer Ebene betrachtet, deren Kriterien sich einigermaßen klar benennen lassen. Im *vierten Abschnitt* wird dann die Frage untersucht, ob die Kriterien einer unternehmerischen Insolvenz sich auch auf die staatliche Ebene übertragen lassen. Es wird sich zeigen, daß die betrieblichen Gründe für Insolvenz in bezug auf den Staat nicht sehr ergiebig sind, vor allem weil zahlreiche Folgen, die an eine betriebliche Insolvenz geknüpft sind, auf den Staat gar nicht übertragen werden können. Deswegen wird im *fünftten Abschnitt* am Beispiel der Situation in den Ländern der Eurozone untersucht, ob sich Kriterien dafür entwickeln lassen, welche Höhe der Staatsschuld eigentlich als tragbar bezeichnet werden kann und unter welchen Bedingungen es passieren kann bzw. damit zu rechnen ist, daß ein Staat die Bedienung seiner Verbindlichkeiten einstellt. Daraus ergeben sich einige wichtige Schlußfolgerungen für die europäische Wirtschaftspolitik.

2 Staatsbankrott in der ökonomischen Literatur

Betrachtet man die Literatur zu Staatsverschuldung und Staatsbankrott¹, so fällt zunächst einmal auf, daß hinsichtlich der Kriterien, wann ein Staatsbankrott vorliegt, nicht nur keine Einigkeit besteht, sondern derartige Kriterien kaum diskutiert werden. Den Ausgangspunkt in der Literatur bildet vielmehr das Problem, daß der Gläubiger eines souveränen Staates – die theoretische wie auch die empirische Literatur hat in der Regel nicht den inländischen, sondern den ausländischen Gläubiger im Blick – nur sehr begrenzte Möglichkeiten hat, seinen Forderungen etwa über Gerichte Geltung zu verschaffen. Angesichts dieses Problems ist eine häufig behandelte Frage die, wieso es überhaupt dazu kommt, daß einerseits dem Staat Kredite gegeben werden und andererseits der Staat diese auch zurückzahlt bzw. bedient. EATON/GERSOWITZ (1981) beantworten diese Frage mit Hilfe eines Reputationsmodells: wenn man annimmt, daß einerseits die Kreditaufnahme auf internationalen Kapitalmärkten die einzige Möglichkeit des Staates darstellt, Outputschwankungen auszugleichen, und andererseits Zahlungseinstellungen durch den Staat mit einem permanenten Ausschluß des Staates von den internationalen Kreditmärkten beantwortet werden, ergibt sich für den Staat ein Anreiz, aufgenommene Kredite tatsächlich zurückzuzahlen; im Wissen darum sind deshalb potentielle Gläubiger zu einer Kreditvergabe an den Staat bereit.

Die restriktiven Annahmen dieses Modells wurden in der Folge in anderen Arbeiten gelockert; es entstanden Modelle, die andere Gründe für die Bereitschaft von Staaten herausarbeiteten, aufgenommene Kredite tatsächlich zurückzuzahlen: etwa die Möglichkeit der „Bestrafung“ des säumigen Staates durch Beschlagnahmung von Gütern außerhalb der Landesgrenzen oder die Verweigerung von Krediten zur Handelsfinanzierung (SACHS/COHEN 1982; BULOW/ROGOFF 1989; FERNANDEZ/ROSENTHAL 1990). Neuere Modelle betrachten vor allem die „Kollateralschäden“, die bei einem Zahlungsausfall für das Schuldnerland entstehen können und so für seine Zahlungswilligkeit sorgen: eine Zahlungseinstellung kann etwa signalisieren, daß die finanzielle Lage der Regierung schlechter ist als angenommen oder der künftige Output niedriger ist als erwartet; die Folgen können Kapitalabflüsse, verringerte Investitionen oder Finanzkrisen sein (CATAO/KAPUR 2006, SANDLERIS 2008, CATAO/FOSTEL/KAPUR 2009).

Vor dem Hintergrund dieser Literatur ist es daher vielleicht nicht überraschend, daß die Frage nach den Kriterien dafür, ob ein Staat bankrott ist, etwas in den Hintergrund getreten ist. Dennoch ist es instruktiv, darauf noch etwas näher einzugehen, weil dadurch deutlicher gezeigt werden kann, unter welchen Bedingungen man möglicherweise damit rechnen muß, daß ein Staat die Bedienung seiner Verbindlichkeiten einstellt und sich für zahlungsunfähig erklärt.

3 Bankrott auf unternehmerischer Ebene

Im Gegensatz zu einem Staatsbankrott handelt es sich bei einem Bankrott auf unternehmerischer Ebene um eine verhältnismäßig klare Angelegenheit. Hier stoßen wir auf den Begriff der Insolvenz: Insolvenz bedeutet zunächst einmal, daß ein Schuldner seinen Verpflichtungen gegenüber den Gläubigern nicht mehr nachkommen kann. In diesem Fall kann ein Insolvenzverfahren eröffnet werden, das zum Ziel hat – so §1 der Insolvenzordnung –, „die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen, indem das Vermögen des

¹ Einen Überblick gibt der Aufsatz von PANIZZA/STURZENEGGER/ZETTELMEYER (2009).

Schuldners verwertet und der Erlös verteilt oder in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt des Unternehmens getroffen wird“. Für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens muß einer von drei Gründen gegeben sein: Zahlungsunfähigkeit, drohende Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung. In § 17 der Insolvenzordnung heißt es: „Der Schuldner ist zahlungsunfähig, wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen. Zahlungsunfähigkeit ist in der Regel anzunehmen, wenn der Schuldner seine Zahlungen eingestellt hat.“ Der Schuldner selbst kann im Falle einer drohenden Zahlungsunfähigkeit die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens beantragen. § 18 der Insolvenzordnung lautet: „Der Schuldner droht zahlungsunfähig zu werden, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen.“ Der dritte Grund für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens ist die Überschuldung. § 19 der Insolvenzordnung sagt hierzu: „Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich.“ Überschuldung ist also gleichzusetzen mit einem negativen Reinvermögen; die Feststellung dieser Überschuldung ist allerdings nicht ganz so einfach, wie es die Formulierung nahelegt, denn insbesondere alle Sach- und immateriellen Vermögenswerte, die keinen unmittelbar ablesbaren Marktpreis haben, müssen mit Hilfe verschiedener Verfahren bewertet werden.² Immerhin aber stößt man hier auf zwei zumindest begrifflich-theoretisch leidlich eindeutige Konzepte: die Zahlungsunfähigkeit (Illiquidität) und die Überschuldung, die manchmal ebenfalls als Insolvenz i. e. S. bezeichnet wird.

Wichtig ist, sich darüber im klaren zu sein, daß beide Tatbestände unabhängig voneinander vorkommen können: jemand ist möglicherweise nicht in der Lage, seine Vermögenswerte zu verkaufen oder zu beleihen und somit sich die erforderlichen Zahlungsmittel für die Bedienung seiner Verpflichtungen zu beschaffen, obwohl sein Reinvermögen durchaus positiv ist. Auf der anderen Seite kann jemand überschuldet sein, aber trotzdem zahlungsfähig, weil er nach wie vor jemanden findet, der ihm seine Zahlungen – beispielsweise auf dem Kreditwege – finanziert.

4 Bankrott auf staatlicher Ebene

Können wir nun diese beiden Gründe für einen Bankrott bzw. eine Insolvenz auch so einfach auf den Staat übertragen? Und vor allem: welche Folgen hätte es, wenn das Vorliegen eines dieser Gründe festgestellt wird?

4.1 Begriffliche Klärungen: Staat – Land – Staatsbankrott

Es ist an dieser Stelle vielleicht angebracht – auch vor dem Hintergrund der späteren Diskussion der Probleme in Europa –, noch auf einen wichtigen Unterschied hinzuweisen: Wenn hier vom Staat gesprochen wird, dann sind damit ausschließlich die Gebietskörperschaften gemeint, d. h. Bund, Länder und Gemeinden sowie die ihnen jeweils nachgeordneten Behörden. Hinzu kommen – jedenfalls in Deutschland – auch die Sozialversicherungen, weil diese in Deutschland eine staatliche Institution sind. Ausdrücklich nicht gemeint ist ein Land als ganzes: denn das würde außerdem noch die privaten Haushalte sowie die Unternehmen des Landes umfassen. Auch bei einem Land als ganzes kann man davon sprechen, daß es Schulden hat: es handelt sich dann um Schulden gegenüber dem Rest der Welt, also ge-

² Vgl. dazu z.B. WOLF/SCHLAGHECK (2007) und NICKERT/LAMBERTI (2011).

genüber anderen Ländern; diese Schulden können von der Regierung, aber eben auch von privaten Haushalten oder auch von privaten Unternehmen eingegangen worden sein. Daher ist es zum Beispiel ohne weiteres gleichzeitig denkbar, daß ein Staat im eben definierten Sinne ein Nettoschuldner ist – etwa auch gegenüber seinen eigenen Bürgern –, das Land als Ganzes (also private Haushalte, Unternehmen und Staat zusammengenommen) gegenüber dem Rest der Welt ein Nettogläubiger. Um der Verwechslung von Staat und Land nicht Vorschub zu leisten, soll deshalb im folgenden immer von der öffentlichen Hand gesprochen werden, wenn die Institutionen des Staates gemeint sind.

Ein Staatsbankrott liegt dann vor, wenn die öffentliche Hand bestehende Schuldverpflichtungen ganz oder teilweise nicht mehr erfüllt – sei es, daß sie sie nicht mehr erfüllen kann oder daß sie sie nicht mehr erfüllen will. Eindeutig ist diese Situation gegeben, wenn fällige Zinsen oder Rückzahlungen nicht mehr geleistet werden. Weniger eindeutig ist der Fall, daß sich eine bestehende (nominale) Verbindlichkeit in der jeweiligen Landeswährung durch eine hohe Inflation entwertet, so daß die Gläubiger trotz Bedienung aller nominalen Ansprüche real einen Wertverlust erleiden: um dies als Staatsbankrott zu bezeichnen, müßte ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen dem Grad der Verschuldung der öffentlichen Hand und der Höhe der Inflation hergestellt werden. Dies mag in einigen Fällen möglich sein – insbesondere dann, wenn die Staatsverschuldung mit einer hohen Geldschöpfung verbunden ist, diese in der Folge die Güternachfrage erhöht und wegen voll ausgelasteter Kapazitäten zu einer hohen Inflationsrate führt –, ist aber keineswegs ein zwingend auftretender Zusammenhang oder gar eine eindeutige Kausalbeziehung. Auch die Umschuldung von bestehenden Krediten, also die Veränderung von Zahlungsfristen und Zinskonditionen, wird bisweilen (REINHART/ROGOFF 2009, S. 61 ff.) als Zahlungsausfall bzw. Bankrott der öffentlichen Hand bezeichnet, sie ist aber ebenfalls nicht immer eindeutig in dieser Weise zu beurteilen: so wird man im Privatsektor eine Umschuldung, die auf dem Verhandlungswege zustande kommt, nicht als Bankrott bezeichnen, auch wenn sie von der Vermeidung möglicher künftiger Zahlungsschwierigkeiten wesentlich motiviert sein mag. Auch die öffentliche Hand kann derartige Umschuldungen auf dem Verhandlungswege erreichen, wenngleich natürlich zuzugeben ist, daß sie in solchen Verhandlungen allein deshalb gute Chancen besitzt, eine Veränderung der Konditionen durchzusetzen, weil sie mit einer gewissen Glaubwürdigkeit damit drohen kann, ihren Verbindlichkeiten ganz oder teilweise nicht mehr nachzukommen; die Erfolgsaussichten des Versuchs, dagegen gerichtlich vorzugehen, sind zumindest mit einer starken Unsicherheit behaftet. Dennoch soll im folgenden unter einer Insolvenz oder einem Bankrott der öffentlichen Hand nur der eindeutige Fall einer Nichtbedienung expliziter, d. h. aufgrund von Wertpapieremissionen oder Kreditaufnahmen entstandener Zahlungsverpflichtungen verstanden werden. Die entscheidende Frage ist nun, ob sich die Kriterien einer unternehmerischen Insolvenz auch auf die öffentliche Hand anwenden lassen.

4.2 Überschuldung auf staatlicher Ebene?

Betrachten wir zunächst die Überschuldung. Um dieses Kriterium auf die öffentliche Hand überhaupt anwenden zu können, muß eine Vermögensbilanz dieses Sektors erstellt werden. Tatsächlich werden seit einigen Jahren für Deutschland integrierte sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen erstellt. Diese Bilanzen sehen für jeden einzelnen Sektor so aus, daß sie auf der Aktivseite die Sachvermögensgüter incl. der immateriellen Vermögensgüter und die Forderungen dieses Sektors gegenüber anderen Sektoren sowie gegenüber dem Ausland auflisten. Auf der Passivseite stehen die Verbindlichkeiten dieses Sektors und als Saldo das sich ergebende Reinvermögen. Bei der Aufstellung dieser Bilanz macht das

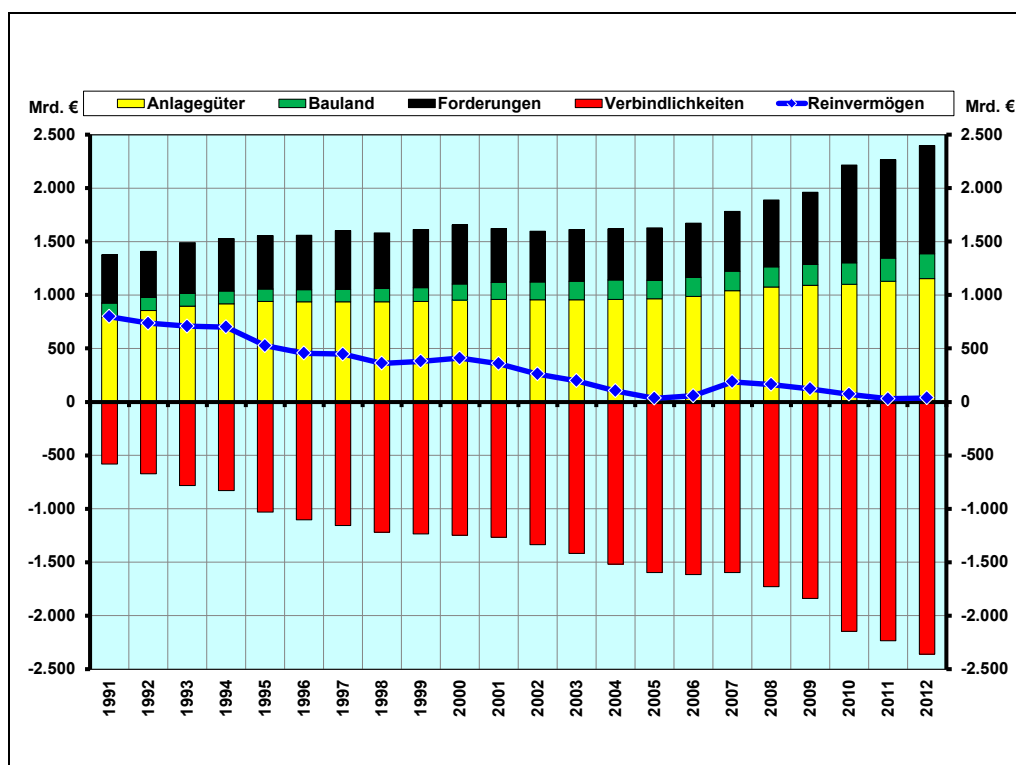
Geldvermögen noch die geringsten Schwierigkeiten, da die Höhe von Forderungen und Verbindlichkeiten in der Regel auf einfache Weise festgestellt werden kann bzw. keine größeren Bewertungsprobleme auftreten. Sehr viel schwieriger ist es, das Sachvermögen zu bewerten. Es besteht im wesentlichen aus zwei Positionen: Anlagegütern und Bauland. Die Anlagegüter umfassen Sachanlagen, bestehend aus Wohnbauten, Nichtwohnbauten und Ausrüstungen. Für die Ansetzung des Wertes werden Wiederbeschaffungspreise verwendet, wobei die aufgelaufenen Abschreibungen berücksichtigt werden, um den Zeitwert einer Anlage wiederzugeben. Sehr viel schwieriger gestaltet sich die Schätzung des Wertes des Baulandvermögens. Hierfür werden zwei bereits bestehende Statistiken verwendet: zum einen die sogenannte Flächenerhebung, die die gesamte Bodenfläche nach Art ihrer tatsächlichen Nutzung ermittelt (z. B. Gebäude- und Freiflächen, Erholungs-, Landwirtschafts- und Waldflächen), zum zweiten die Statistik der Kaufwerte für Bauland: in dieser werden deutschlandweit für unterschiedliche Baulandarten Verkaufswerte ermittelt; die Ergebnisse werden dann – unter Heranziehung bestimmter statistischer Methoden und mehr oder weniger heroischer Annahmen – für die sektorale Vermögensberechnung aufgeschlüsselt.³

Für die deutsche öffentliche Hand sieht die Vermögensbilanz für das Jahr 2012 folgendermaßen aus (STATISTISCHES BUNDESAMT/DEUTSCHE BUNDESBANK 2013, S. 9): Das Sachvermögen der öffentlichen Hand betrug knapp 1,4 Bio. €, wobei der Hauptteil auf Bauten (1,1 Bio. €) und Bauland (gut 200 Mrd. €) entfällt. Die finanziellen Forderungen beliefen sich auf gut 1 Bio. €, während die Verbindlichkeiten gut 2,3 Bio. € ausmachten.⁴ Somit ergibt sich ein negatives Nettogeldvermögen von gut 1,2 Bio. €. Das Reinvermögen der öffentlichen Hand ist somit vergleichsweise klein, es beträgt etwa 37 Mrd. €. Sieht man sich die Entwicklung des Reinvermögens im Zeitverlauf an, so erkennt man, daß es in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen hat: im Jahre 1991 betrug es noch knapp 800 Mrd. €.; der steigenden Verschuldung (und damit dem sinkenden Geldvermögen) der öffentlichen Hand stand keine auch nur annähernd gleich große Sachvermögensbildung (i. S. von Nettoinvestitionen) gegenüber. Prinzipiell nicht ausgeschlossen ist es, daß eines Tages auch ein negatives Reinvermögen des öffentlichen Sektors ausgewiesen werden könnte und somit – in Analogie zur unternehmerischen Insolvenz – der Tatbestand der Überschuldung erfüllt wäre. Ist dies ein Grund zur Beunruhigung?

³ Für genauere Erläuterungen zur Methodik vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2008), insbesondere S. 33-37 und 42-44.

⁴ Bei der Diskussion über die Staatsverschuldung wird meist nur dieser Bruttowert der Verbindlichkeiten genannt; daß die öffentliche Hand demgegenüber aber auch Forderungen hat, wird oft vergessen.

Abbildung 1: Vermögensbilanz der öffentlichen Hand



Quelle: Statistisches Bundesamt/Deutsche Bundesbank (2013), S. 8 f.

Betrachten wir dazu noch einmal die Vermögensbilanz der öffentlichen Hand etwas genauer. Zum einen ist zu sagen, daß der Posten Sachvermögen lückenhaft ist: ein sehr wesentlicher Teil davon, insbesondere in Form von unbebauten Grundstücken wird bei den genannten Berechnungen aufgrund von fehlenden statistischen Angaben nicht berücksichtigt (DEUTSCHE BUNDESBANK 2008, S. 39). Auf der anderen Seite werden bei den Verbindlichkeiten nur die tatsächlich bestehenden Kredit- und Kapitalmarktverbindlichkeiten erfaßt, nicht jedoch z. B. die abdiskontierten zukünftigen Renten- und Pensionsanswartschaften der privaten Haushalte aus der Beamtenversorgung und der gesetzlichen Rentenversicherung, manchmal als sogenannte implizite öffentliche Schuld bezeichnet (DEUTSCHE BUNDESBANK 2008, S. 39). Würde man diese Verbindlichkeiten berücksichtigen, müßte allerdings auf der Aktivseite ebenfalls eine Erweiterung stattfinden, da die öffentliche Hand etwas tun kann, was jedem anderen privaten Wirtschaftssubjekt verwehrt ist: sie kann ihre Einnahmen durch hoheitliche Anordnung erhöhen, d. h. Steuern erheben. Auf der Aktivseite müßten also die abdiskontierten zukünftigen Steuereinnahmen stehen. Beide Posten aber – sowohl die Höhe der künftigen Steuern als auch die Höhe von künftigen Zahlungsverpflichtungen, die sich nicht in tatsächlich verbrieften Verbindlichkeiten ausdrücken – sind in einem so hohen Maße von diskretionären politischen Entscheidungen abhängig, daß man hinsichtlich des Reinvermögens der öffentlichen Hand praktisch jedes gewünschte Ergebnis generieren könnte. Es hat daher also seine guten Gründe, derartige Posten nicht in eine Vermögensbilanz der öffentlichen Hand zu stellen.

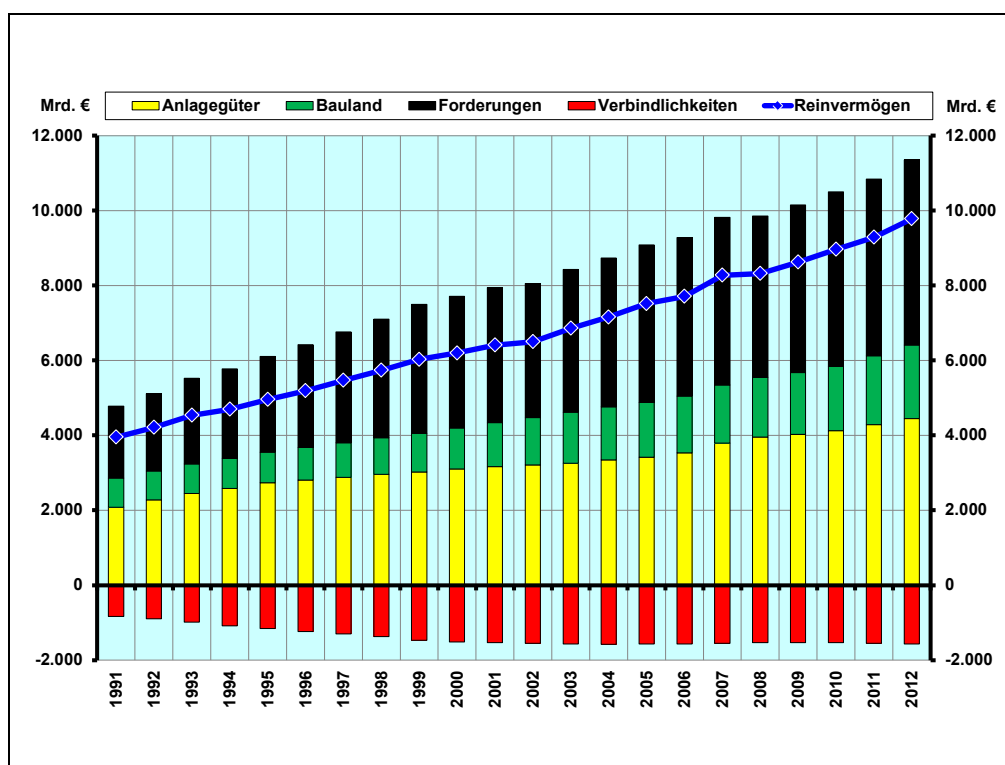
Nehmen wir aber einmal an, die genannten Berechnungsschwierigkeiten wären überwunden und man würde mit der gleichen Sicherheit wie im Falle eines Unternehmens ein negatives Reinvermögen der öffentlichen Hand und damit ihre Überschuldung feststellen: Müßte man dann sagen, die öffentliche Hand sei bankrott oder insolvent? Hier zeigt sich deutlich, daß

das keine sehr sinnvolle Aussage sein kann. Denn was würde daraus folgen, wenn dem so wäre? Ganz offensichtlich sehr wenig: es ist wohl kaum vorstellbar, daß aufgrund dessen irgendein Gläubiger der öffentlichen Hand Insolvenzantrag stellt. Was sollte in einem solchen Fall auch geschehen? Soll das öffentliche Sachvermögen liquidiert werden, um die Gläubiger (anteilig) zu befriedigen? Soll die öffentliche Hand selbst liquidiert werden, damit anschließend die Gesellschaft im Zustand der Anarchie weiterexistiert? Alle derartigen Konsequenzen wären offenkundig absurd.

Damit aber wäre die auf diese Weise festgestellte Überschuldung der öffentlichen Hand sozusagen ein Nicht-Ereignis: in keiner Weise könnte damit irgendetwas begründet werden, was mit der Insolvenz eines privaten Wirtschaftssubjekts verglichen werden kann, allein schon deshalb, weil eine solche Überschuldung für sich genommen weder die Existenz noch die Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Hand in Frage stellt.

Sucht man die Gegenposition zum negativen Geldvermögen des Staates, die ja buchhalterisch notwendig irgendwo anfallen muß – da jede Forderung eines Wirtschaftssubjekts zugleich die Verbindlichkeit eines anderen Wirtschaftssubjekts ist und somit das Geldvermögen der Welt immer gleich Null ist –, so ist ein Blick auf den Sektor der privaten Haushalte hilfreich: Das Nettogeldvermögen der privaten Haushalte betrug im Jahre 2012 fast 3,4 Bio. €. Da die privaten Haushalte im Aggregat normalerweise stets weniger ausgeben als einnehmen, steigt ihr Geldvermögen Jahr für Jahr an; und die Vermögenstitel, die sie direkt oder indirekt (über Versicherungen oder Rentenfonds) halten, sind zu einem großen Teil Staatsanleihen.⁵

Abbildung 2: Vermögensbilanz der Privathaushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck

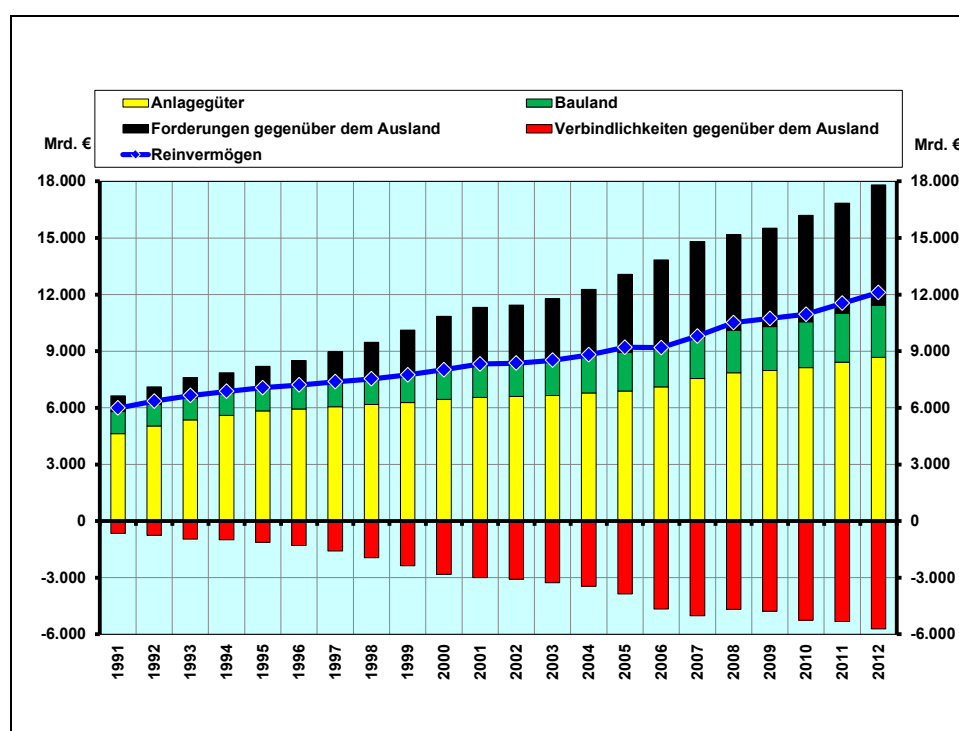


Quelle: Statistisches Bundesamt/Deutsche Bundesbank (2013), S. 10 f.

⁵ Bei den Anlagegütern im Besitz der privaten Haushalte handelt es sich zu knapp 85 % um Wohnbauten.

Von Interesse ist darüber hinaus auch die Vermögensbilanz für Deutschland als ganzes, also für alle drei Sektoren Private Haushalte, Unternehmen und öffentliche Hand zusammengekommen: Das Volksvermögen in diesem Sinne betrug im Jahre 2012 gut 12 Bio. € und setzte sich aus einem Sachvermögen von knapp 11,5 Bio. € und einem positiven Nettogeldvermögen gegenüber dem Ausland in Höhe von knapp 700 Mrd. € zusammen.⁶ Hier zeigt sich die Wichtigkeit der Unterscheidung zwischen einem Land als ganzem und der öffentlichen Hand dieses Landes: die deutsche öffentliche Hand hat ein negatives Geldvermögen, sprich Nettoschulden, während das Land als Ganzes gegenüber dem Rest der Welt Nettogläubiger ist, also ein positives Nettogeldvermögen besitzt, das in den letzten Jahren noch einmal stark angestiegen ist; dies wird bei der Betrachtung der Probleme innerhalb der Eurozone (Abschnitt 5) noch einmal eine wichtige Rolle spielen.

Abb. 3: Vermögensbilanz Deutschlands



Quelle: Statistisches Bundesamt/Deutsche Bundesbank (2013), S. 6 f.

4.3 Verschuldungshöhe und Zahlungsfähigkeit

Da also das Überschuldungskriterium für die öffentliche Hand nicht weiterhilft, muß man sich an das Kriterium der Zahlungsunfähigkeit halten. Kann die öffentliche Hand zahlungsunfähig werden und wenn ja, unter welchen Bedingungen ist das der Fall? In der Tat ist das ja die Situation, die viele im Auge haben, wenn sie über einen Staatsbankrott, d. h. einen Bankrott

⁶ Allerdings wird in dieser Berechnung das Nettogeldvermögen Deutschlands gegenüber dem Rest der Welt aus bisher noch nicht ganz geklärten Gründen unterschätzt: Betrachtet man nämlich die Statistik der Nettoauslandsposition, in der nur die Forderungen und Verbindlichkeiten der einzelnen Sektoren gegenüber dem Ausland erfaßt und aggregiert werden, so erhält man für Deutschland für das Jahr 2012 ein Nettogeldvermögen gegenüber dem Rest der Welt von knapp 1,1 Bio € (DEUTSCHE BUNDESBANK 2013, S. 98) anstelle von lediglich knapp 700 Mrd. €. Die Ursache der Diskrepanz zwischen diesen beiden Werten – die eigentlich identisch sein müßten – ist bis jetzt noch nicht gefunden worden; es spricht jedoch einiges dafür, daß die Berechnung der Nettoauslandsposition den tatsächlichen Gegebenheiten, also der Höhe des Geldvermögens Deutschlands, näher kommt.

der öffentlichen Hand, reden. Auch dann würde aber ein Bankrott in diesem Sinne keineswegs zur Auflösung und Abwicklung der Organe der öffentlichen Hand führen, sondern die Gläubiger der öffentlichen Hand müssen einfach ihre Forderungen ganz oder teilweise abschreiben.⁷

Es ist zunächst vielleicht einmal instruktiv, sich über einen weitverbreiteten Irrtum klar zu werden: nämlich der Vorstellung, daß die öffentliche Hand Schulden irgendwann einmal zur Gänze zurückzahlen müsse. Davon kann aber keine Rede sein. Ganz im Gegenteil: Da die Organe der öffentlichen Hand grundsätzlich auf Dauer existieren, besteht grundsätzlich keine Notwendigkeit, bestehende Schulden zur Gänze zu *tilgen*. Wozu die öffentliche Hand in der Lage sein muß, ist, die Schulden zu *bedienen*, d. h. fällige Zinszahlungen pünktlich zu leisten und die Nominalwerte jeder einzelnen auslaufenden Anleihe und jedes einzelnen auslaufenden Kredits zurückzahlen zu können. Zum gleichen Zeitpunkt wird aber möglicherweise eine neue Anleihe aufgelegt oder ein neuer Kredit aufgenommen, so daß zwar die Staatsschuld insgesamt nicht zurückgeht, aber natürlich trotzdem eine fällige Anleihe pünktlich bedient und zurückgezahlt wird. In diesem einen Punkt ist die öffentliche Hand gar nicht so viel anders als ein Unternehmen, das ja ebenfalls grundsätzlich auf Dauer angelegt ist: auch die Verschuldung eines Unternehmens kann dauerhaft sein und sogar absolut ständig zunehmen. Allerdings muß im Falle absolut steigender Verschuldung gewährleistet sein, daß auch das Unternehmen selbst wächst und somit die erforderlichen Mittel für die Bedienung seiner Verbindlichkeiten erwirtschaften kann. Während aber das Fremdkapital eines Unternehmens *in absoluten Zahlen* ständig zunehmen kann, kann die Fremdkapitalquote selbstverständlich nicht ständig steigen – spätestens bei 100 % wäre die Grenze erreicht, denn dann ist ja für ein Unternehmen der Zustand der Überschuldung erreicht, an dem es Insolvenz anmelden muß; dies ist aber, wie gesehen, für die öffentliche Hand nicht der Fall.

Die Frage, ob und unter welchen Umständen die öffentliche Hand zahlungsunfähig wird bzw. werden kann, läßt sich daher folgendermaßen formulieren: Kann die Verschuldung der öffentlichen Hand in dem Sinne zu hoch sein, daß die öffentliche Hand nicht mehr in der Lage ist, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen oder daß bereits vorher die potentiellen Kreditgeber – im Wissen um dieses Risiko – der öffentlichen Hand auf einmal Anschlußkredite verweigern?

Genauso wie bei einem Unternehmen die absolute Höhe der Verschuldung wenig aussagekräftig ist, sondern in Beziehung gesetzt werden muß zu den Vermögenswerten, die es besitzt oder dem Umsatz, den es erzielt, muß auch die Verschuldung der öffentlichen Hand relativ zu einer anderen Größe betrachtet werden, wenn ihre Belastung richtig eingeschätzt werden soll. Im allgemeinen verwendet man dazu die Höhe der Gesamtverschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung, d. h. dem Inlandsprodukt, weil daraus ja die öffentliche Hand ihre Steuern erzielt, um die Mittel für die Bedienung der Staatsschuld zu gewinnen.

Eine einfache Modellrechnung von DOMAR (1944) macht nun deutlich, daß selbst dann, wenn die öffentliche Hand jedes Jahr neue Schulden macht, unter bestimmten Bedingungen die Schuldenstandsquote nicht ständig steigt.⁸ Dazu sei angenommen, daß die öffentliche Hand sich in jeder Periode t neu verschulde in einer Höhe, die einen gleichbleibenden Prozentsatz des Inlandsprodukts ausmache, d. h. also:

⁷ Es versteht sich, daß eine solche Zahlungseinstellung für den einzelnen eine beträchtliche Minderung seines Vermögens bedeuten sowie gesamtgesellschaftlich starke Umverteilungseffekte haben kann – insbesondere dann, wenn die Zahlungseinstellung einen großen Teil der Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand betrifft.

⁸ Die verwendete Notation folgt im wesentlichen der Darstellung bei GANDENBERGER (1988), S. 498.

$$V(t) = g \times Y(t) \quad (1)$$

Dabei ist $V(t)$ die Netto-Neuverschuldung der öffentlichen Hand in der Periode t , g die konstante Netto-Neuverschuldungsquote und $Y(t)$ das (nominale) Inlandsprodukt in der Periode t . Das Inlandsprodukt wachse mit einer konstanten, exogen gegebenen, von der Höhe der Verschuldung unbeeinflussten Rate w , d. h. also ausgehend von der Höhe des Inlandsprodukts zum Zeitpunkt 0 (Y_0):

$$Y(t) = Y_0 \times e^{wt} \quad (2)$$

Im Zeitpunkt 0 sei der absolute Schuldenstand der öffentlichen Hand gleich B_0 . Um den Schuldenstand zum Zeitpunkt T zu ermitteln, muß die gesamte bis dahin aufgenommene Neuverschuldung zum anfänglichen Schuldenstand addiert werden. Aus den Gleichungen (1) und (2) ergibt sich deshalb:

$$B(T) = B_0 + \int_0^T V(t) = B_0 + g \int_0^T Y(t) = B_0 + gY_0 \int_0^T e^{wt} \quad (3)$$

Da $\int_0^T e^{wt} = \frac{1}{w}(e^{wT} - 1)$, läßt sich Gleichung (3) auch schreiben als:

$$B(T) = B_0 + gY_0 \frac{1}{w}(e^{wT} - 1) \quad (3a)$$

Für die Relation der Gesamtverschuldung der öffentlichen Hand zum Bruttoinlandsprodukt zum Zeitpunkt T gilt deshalb:

$$\frac{B(T)}{Y(T)} = \frac{B_0}{Y_0 e^{wT}} + \frac{gY_0 e^{wT}}{wY_0 e^{wT}} - \frac{gY_0}{wY_0 e^{wT}} \quad (4)$$

Geht T gegen unendlich, verschwindet der erste und der dritte Ausdruck auf der rechten Seite, und man erhält die einfache Gleichung

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \frac{B(T)}{Y(T)} = \frac{g}{w} \quad (5)$$

Die Proportion Schuldenstand der öffentlichen Hand zu Bruttoinlandsprodukt strebt also bei regelmäßiger Neuverschuldung einem Grenzwert zu. Dieser kann durchaus groß sein: bei einer Nettoneuverschuldung von jährlich 3 % des BIP und einer nominalen Wachstumsrate von 2 % des BIP beträgt der Grenzwert der Staatsschuldenquote 150 %. Auch die Zinsbelastung in Relation zum Inlandsprodukt (z) strebt dann einem konstanten Grenzwert zu:

$$z = \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{i \times B(T)}{Y(T)} = \frac{i \times g}{w} \quad (6)$$

Dabei entspricht i dem wiederum als konstant angenommenen Nominalzinssatz. Beträgt der Zinssatz beispielsweise 4 %, die Neuverschuldungsquote 3 % und die Wachstumsrate 2 %, so ergibt sich eine Zinsbelastungsquote von 6 %, d. h. es müssen 6 % des Inlandsproduktes für die Bezahlung der Zinsen der öffentlichen Schuld aufgewendet werden. Wenn wir nun voraussetzen, daß keine Neuverschuldung für die Zinszahlungen eingegangen wird, sondern diese aus den regulären Steuereinnahmen bestritten werden sollen, ergibt sich ein Anhaltspunkt dafür, welcher Anteil der Steuereinnahmen für den Zinsendienst verwendet werden

muß. Da die deutsche Steuerquote im Jahre 2012 ca. 27 % betrug⁹, ergäbe sich daraus, daß die öffentliche Hand unter den genannten Voraussetzungen gut ein Fünftel der Steuereinnahmen für die Begleichung ihrer Zinsverpflichtungen aufwenden müßte. Die Frage nach der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung geht dann über in die Frage, welche Steuerbelastung die Bürger zu tragen bereit und in der Lage sind. Mit diesem Tragfähigkeitsproblem sind auch Verteilungsfragen verbunden, und zwar sowohl *intragenerativer* (innerhalb einer gegebenen Generation) als auch *intergenerativer* Art (zwischen den Generationen), die hier aber nicht weiter behandelt werden sollen.¹⁰

Alle genannten Zahlen sind selbstverständlich nur Illustrationsbeispiele; sie sollen lediglich deutlich machen, daß auch bei permanenter Neuverschuldung der öffentlichen Hand die Verschuldungsquote unter bestimmten Bedingungen nicht ins Unendliche anwächst, sondern einem Grenzwert zustrebt. Was aus dieser Rechnung nicht ohne weiteres abgeleitet werden kann, ist die Antwort auf die Frage, welcher Grenzwert denn nun anzustreben ist, damit die oben genannten Probleme einer eventuellen Zahlungsunfähigkeit der öffentlichen Hand nicht eintreten.

In der Ökonomie galt einige Zeit eine Verschuldungsquote von 90 % als kritische Grenze, jenseits derer einerseits die Wachstumsrate des BIP stark zurückgehe oder sogar negativ werde und daher andererseits die Bedienbarkeit der Schulden immer stärker in Frage gestellt sei. Dies beruhte auf einer Arbeit von REINHART/ROGOFF (2010), in der sie die BIP-Wachstumsraten sowie die Verschuldung der öffentlichen Hand in 20 Industrieländern zwischen 1946 und 2009 untersuchten. Dabei stellten sie fest, daß eine Verschuldungsquote von größer als 90 % mit einer durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate von $-0,1$ % einhergehe, während eine Verschuldungsquote zwischen 30 % und 90 % noch mit einer BIP-Wachstumsrate von durchschnittlich rund 3 % verbunden sei. Dabei haben es die Autoren zwar vermieden, von einer Kausalität zu sprechen, dennoch wurde das Ergebnis der Arbeit in der Folgezeit häufig so interpretiert, daß eine Verschuldungsquote der öffentlichen Hand von über 90 % als ursächlich für eine geringe oder gar negative Wachstumsrate anzusehen sei. Daher wurden auch etliche Programme zur Kürzung von Staatsausgaben mit dem Ergebnis von REINHART/ROGOFF gerechtfertigt. Allerdings haben HERNDON/ASH/POLLIN (2013) bei einer erneuten Untersuchung des Datensatzes festgestellt, daß REINHART/ROGOFF zum einen (offenbar versehentlich) die Daten von fünf Ländern nicht verwendet haben, zum zweiten einzelne Länderdaten bewußt ausließen und schließlich bei der Berechnung der durchschnittlichen Wachstumsraten nicht die unterschiedliche Anzahl von Beobachtungen für jedes Land berücksichtigt haben. Korrigiert man dies, so ist zwar immer noch die durchschnittliche BIP-Wachstumsrate bei einer Verschuldungsquote von mehr als 90% etwas geringer

⁹ Diese Quote ergibt sich aus den gesamten Steuereinnahmen des Staates (ohne Sozialversicherungsbeiträge) in Prozent des Nettonationaleinkommens. Häufig werden die Steuern zum Volkseinkommen in Beziehung gesetzt; die dabei sich ergebende – zwangsläufig höhere – Quote läßt allerdings die Steuerbelastung größer erscheinen als sie eigentlich ist; vgl. dazu BACH (2013), S. 5 f.

¹⁰ Das Problem der intragenerativen Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung wird häufig so formuliert: Wenn sich die öffentliche Hand bei ihren eigenen Bürgern verschuldet, dann gibt es die einen, die die Anleihen besitzen und daraus Zinseinkünfte beziehen, und die anderen, die zur Bedienung der Anleihen Steuern zahlen, und das müssen natürlich nicht die gleichen Personen sein. Allerdings zeigt sich, daß dieser sog. Transferansatz keineswegs ausreicht, um die intragenerativen Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung adäquat zu erfassen (ANSELMANN/KRÄMER 2014). Die intergenerativen Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung werden oft mit dem Schlagwort charakterisiert, daß nachfolgende Generationen „die Schulden erben und dadurch belastet würden; dies beruht aber auf einem Denkfehler, da ja – bei Inlandsverschuldung der öffentlichen Hand – auch die zugehörigen Staatsanleihen vererbt werden. Einen guten Überblick über die tatsächlich möglichen intergenerativen und sonstigen Belastungswirkungen der Staatsverschuldung gibt der Aufsatz von OBERHAUSER (1996).

als bei niedrigeren Verschuldungsquoten, der von REINHART/ROGOFF starke Rückgang der Wachstumsrate auf $-0,1\%$ verschwindet jedoch vollständig.

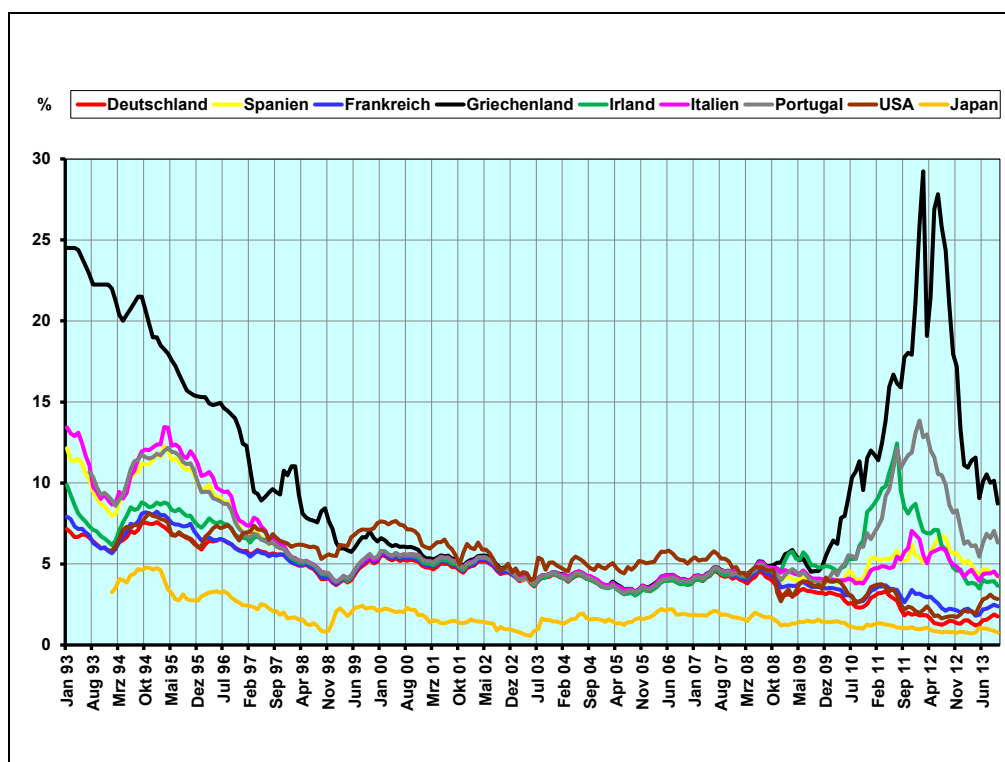
Unabhängig von dem Problem des Zusammenhangs zwischen öffentlicher Verschuldung und Wirtschaftswachstum läßt sich fragen, ob eine besonders hohe oder steigende öffentliche Verschuldung bzw. Verschuldungsquote es wahrscheinlicher macht, daß die öffentliche Hand des betroffenen Landes ihre Verbindlichkeiten nicht mehr bedient und somit ein Bankrott eintritt. Hier haben nun die jüngsten Ereignisse vor allem innerhalb der Eurozone gezeigt, daß von einem eindeutigen Zusammenhang zwischen der Höhe der öffentlichen Verschuldung und dem Eintreten von Zahlungsschwierigkeiten keine Rede sein kann.

5 Bedingungen staatlicher Zahlungsfähigkeit am Beispiel der Eurozone

5.1 Zur Entwicklung von öffentlicher Verschuldung und Zins in der Eurozone

In Abb. 4 sieht man die Umlaufrenditen der Staatsanleihen verschiedener Länder: von den Ländern des Eurolandes wurden neben Deutschland und Frankreich auch die Anleiherenditen der öffentlichen Hand aus den GIIPS-Ländern aufgenommen, außerdem zum Vergleich die der USA und Japans.

Abb. 4: Umlaufrenditen von Staatsanleihen mit 10jähriger Laufzeit



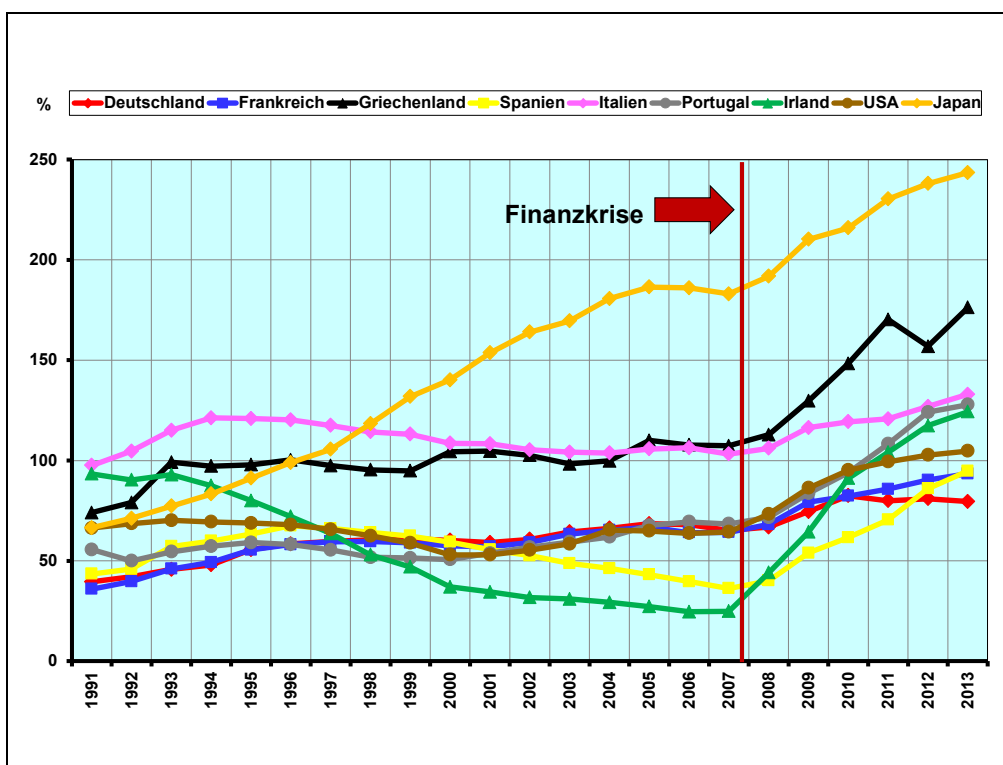
Quelle: Div. Monatsberichte der EZB

Im Zuge der Einführung des Euro konnte man beobachten, daß sich die Umlaufrenditen der Staatsanleihen aller Euroländer immer weiter angeglichen haben, so daß es praktisch keinen Unterschied mehr machte, ob man als Anleger eine deutsche, eine französische oder eine

griechische Staatsanleihe erwarb. In der Finanzkrise der Jahre 2008 ff. sowie der Krise im Euroraum haben sich diese Umlaufrenditen wieder zum Teil dramatisch auseinanderentwickelt. Während die Renditen deutscher Staatsanleihen auf historische Tiefstände sanken, stiegen die Zinssätze für die GIIPS-Länder in kurzer Zeit stark an: da derartige Zinssätze die Bedienbarkeit der Schulden stark in Frage stellten, mußten diese Länder auf Hilfsprogramme der Europäischen Union zurückgreifen. Zweifelsohne war diese Auseinanderentwicklung der Renditen dem Umstand geschuldet, daß die Anleger aus Angst vor einem Staatsbankrott in einem oder mehreren der GIIPS-Länder bestrebt waren, ihre Anleihenbestände aus diesen Ländern zu reduzieren.

Die entscheidende Frage ist jedoch, ob sich diese Befürchtung und die dadurch verursachte Entwicklung der Zinssätze in einen konsistenten Zusammenhang bringen läßt mit der Höhe der Verschuldung der öffentlichen Hand. Abb. 5 zeigt die (Brutto-)Verschuldung der öffentlichen Hand in Prozent des BIP für die gleichen Länder wie in Abb. 4. Man sieht zum einen den starken Anstieg der Verschuldungsquoten im Gefolge der Finanzkrise: die kreditfinanzierten Stabilisierungsmaßnahmen nahezu aller Industriestaaten ließen die Verschuldung der öffentlichen Hand weltweit deutlich zunehmen. Zum zweiten zeigt sich, daß es zwar einerseits Länder gibt, bei denen eine hohe (bzw. steigende) Verschuldungsquote einhergeht mit steigenden Zinsen (z. B. Griechenland), aber andererseits auch Länder mit hohen Verschuldungsquoten existieren, in denen die Zinssätze so gut wie gar nicht reagiert haben oder im Verlaufe der Finanzkrise trotz einer steigenden Verschuldungsquote sogar noch gesunken sind (z. B. Deutschland oder die USA). Das Extrembeispiel ist sicherlich Japan, das trotz einer Verschuldungsquote von fast 250 % einen Zinssatz von lediglich 1 % aufweist; der japanische Staat findet offenbar problemlos zu günstigen Konditionen Anschlußfinanzierungen, und es scheinen auf seiten der Anleger keinerlei Befürchtungen zu bestehen, daß der japanische Staat seine Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen werde. Aufschlußreich ist auch der Vergleich zwischen Spanien und Deutschland: während die spanische Verschuldungsquote zwischen 1996 und 2007 sank und danach erst wieder im Jahre 2012 die gleiche Höhe wie in Deutschland erreichte, wurde zwar für Spanien ein Staatsbankrott befürchtet, zu keinem Zeitpunkt jedoch für Deutschland.

Abb. 5: Verschuldung der öffentlichen Hand in % des BIP



Quelle: AMECO-Datenbank¹¹, eigene Berechnungen, Wert für 2013 vorläufig

5.2 Die Bedeutung der Verschuldung in eigener Währung

Wenn daher die Höhe der öffentlichen Verschuldung keine Hinweise liefert, ob die öffentliche Hand eines Landes in Zahlungsschwierigkeiten gerät, so muß nach anderen Faktoren gesucht werden. Es sind zwei Dinge, die eine wesentliche Rolle spielen: zum einen die Frage, ob die öffentliche Hand sich in ihrer eigenen Währung verschulden kann und zweitens die Höhe der Auslandsverschuldung eines Landes (nicht unbedingt: der öffentlichen Hand eines Landes).

Zunächst zur Frage der Verschuldung in eigener Währung: Alle Währungen der Welt sind heute „definitive Papierwährungen“ (STÜTZEL 1983, S. 7), da Einlöseverpflichtungen in Gold oder anderen Sachgütern keine Rolle mehr spielen. Mit dem Wegfall derartiger Einlöseverpflichtungen haben die Zentralbanken – jedenfalls solange kein System fester Wechselkurse besteht – keinerlei Liquiditätsproblem mehr, da ein solches ja nur dann auftreten kann, wenn Verbindlichkeiten in einem Medium beglichen werden müssen, das der Schuldner nicht selbst herstellen kann. Die Zentralbanken gehen ihre Verbindlichkeiten aber immer in eigener Währung ein; diese können sie selbst herstellen, ohne dabei physisch durch irgend eine Restriktion beschränkt zu sein. Natürlich müssen die Zentralbanken darauf achten, durch eine übermäßige Geldmengenausweitung keine Inflation auszulösen, aber diese ökonomisch-rechtliche Vorgabe ist nicht dasselbe wie eine technisch-physische Beschränkung der Herstellbarkeit von Zahlungsmitteln. Die Schaffung neuer Zahlungsmittel ist daher für jede Zentralbank im Prinzip unbeschränkt möglich und geht dabei so vor sich, daß die Zentralbank entweder an eine Geschäftsbank einen Kredit vergibt und dafür bestimmte Sicherheiten erhält (in erster Linie Staatsanleihen) oder auf dem Kapitalmarkt Wertpapiere (wiederum in

¹¹ http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/, Version vom 05.11.2013.

erster Linie Staatsanleihen) erwirbt. Die Zahlungsmittel, die die Zentralbank der kreditnehmenden Bank zur Verfügung stellt bzw. mit denen sie die erworbenen Wertpapiere bezahlt, sind von ihr aus dem Nichts geschaffen worden.

Darüber hinaus hat die Zentralbank auch eine weitere wichtige Aufgabe: sie ist der sog. „lender of last resort“, der Kreditgeber der letzten Instanz, d. h. sie muß im Zuge einer Panik an den Finanzmärkten, während der es zu einer weitgehenden Einstellung der gegenseitigen Kreditvergabe – insbesondere unter den Banken – kommt, für Beruhigung sorgen, indem sie zusätzliche Liquidität bereitstellt und vergleichsweise großzügig Kredite vergibt, um so die Gefahr von Liquiditätskrisen und Bankenzusammenbrüchen zu vermeiden (BAGEHOT [1873] 1996). Da eine Zentralbank die einzige Institution auf den Finanzmärkten ist, die kein Liquiditätsproblem hat, kann auch nur sie diese Aufgabe übernehmen. Auch dabei kauft sie Wertpapiere auf bzw. übernimmt sie als Sicherheiten für die auf dem Kreditwege bereitgestellte Liquidität, und wieder handelt es sich dabei in allererster Linie um Anleihen der öffentlichen Hand. Der Grund dafür ist darin zu sehen, daß der Markt für Staatsanleihen sehr groß und sehr liquide ist: die Zinssätze, die auf diese Anleihen gezahlt werden, sind eine wichtige Orientierungsmarke für das allgemeine Zinsniveau.

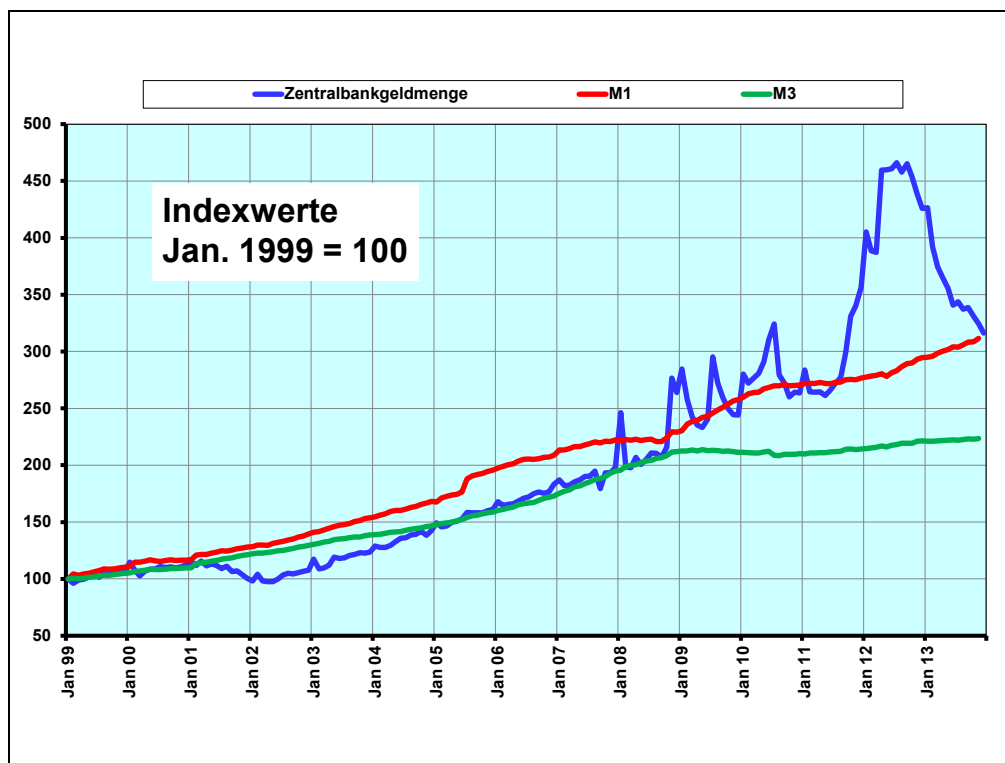
Sollte daher in Ländern, deren Regierungen Anleihen in eigener Währung ausgeben, eine Panik auf dem Anleihemarkt auftreten, die die Anleger diese Papiere in großen Mengen abstoßen und die Zinssätze ansteigen läßt, so wird die Zentralbank dieser Entwicklung entgegenwirken – und dies auch dann, wenn die Zentralbank von Weisungen der Regierung unabhängig ist. In Ländern wie den USA oder Großbritannien wird die öffentliche Hand daher nie in Zahlungsschwierigkeiten geraten: jeder Kreditgeber der britischen oder amerikanischen öffentlichen Hand kann davon ausgehen, daß im Bedarfsfall die jeweilige Zentralbank bereitsteht, um Anleihen aufzukaufen. Schon aus diesem Grunde ist eine Finanzkrise, die ihren Anfang auf dem Staatsanleihenmarkt nimmt, in diesen Ländern so gut wie ausgeschlossen; tatsächlich begann ja bekanntlich die Finanzkrise der Jahre 2007 ff. auf dem Markt für verbrieft Hypothekarkredite.¹²

Dieses Eingreifen der Zentralbank läßt allerdings häufig die Sorge aufkommen, daß dies zu Inflation führen werde. Das ist selbstverständlich nicht ausgeschlossen, und die Erfahrung Deutschlands nach dem Ersten Weltkrieg ist das prominenteste historische Beispiel dafür, wie eine unkontrollierte Geldvermehrung zu einer Hyperinflation führen kann. Man darf darüber aber nicht vergessen, daß erstens zwischen 1919 und 1923 der deutsche Staatshaushalt im Durchschnitt zu mehr als 50 % durch Verschuldung finanziert wurde (FELDMAN 1997, S. 578) und zweitens in Deutschland bereits zu Beginn der 1920er Jahre praktisch Vollbeschäftigung und Vollauslastung der Kapazitäten herrschte: Ende 1921 betrug die Arbeitslosenquote 1,6 % (FELDMAN 1997, S. 218) – eine Konstellation, in der eine schuldenfinanzierte Ausweitung der öffentlichen Ausgaben sehr leicht zu einer Inflation führt. Demgegenüber ist die Situation, in der die Zentralbank die Rolle des Kreditgebers der letzten Instanz übernehmen muß, eher von Nachfragerückgängen und Ausgabebeschränkungen gekennzeichnet. Die Zentralbank schafft dann in der Regel nicht etwa zusätzliches Geld, sondern sie ersetzt eher die ausbleibende Kreditvergabe und Geldschöpfung der Geschäftsbanken bzw. befriedigt den allgemein erhöhten Bedarf an Liquidität. Die Entwicklung der Geldmengen im Euroraum während der Finanzkrise zeigt dies deutlich: während die Zentralbankgeldmenge vorübergehend stark angestiegen ist, gab es bei den Geldmengen M1 und M3 keine außerge-

¹² Einen Überblick über die Geschehnisse zu Beginn der Finanzkrise liefert BRUNNERMEIER (2009).

wöhnlichen Erhöhungen, d. h. die zusätzliche Liquidität verblieb im wesentlichen im Bankensystem.¹³

Abb. 6: Geldmengenentwicklungen im Euroraum



(Quelle: Monatsbericht der EZB, eigene Berechnungen)

Kann sich jedoch die öffentliche Hand eines Landes nur in einer Fremdwährung verschulden¹⁴, so kann ein beträchtliches Liquiditätsproblem entstehen, denn sie muß sich die entsprechende Währung zur Bedienung der Verbindlichkeiten beschaffen. Dies ist letztlich nur dann möglich, wenn das Land durch ausreichend hohe (Netto-)Exporte Deviseneinnahmen erzielen, mit deren Hilfe dann die öffentliche Hand die eingegangenen Staatsschulden bedienen kann. Können diese Deviseneinnahmen nicht erzielt werden, so kommt die öffentliche Hand möglicherweise in Zahlungsschwierigkeiten.

5.3 Die Bedeutung der Auslandsverschuldung

Welche Rolle die Auslandsverschuldung spielt, läßt sich gut an der Situation in der Europäischen Währungsunion zeigen. Für jedes einzelne Land der Währungsunion gilt nämlich, daß *aus Sicht des einzelnen Landes* der Euro eine Fremdwährung darstellt, da die Zentralbank eines Euro-Landes nicht die Kompetenz besitzt, bei krisenhaften Entwicklungen nach eigenem Ermessen einzugreifen und etwa – als Kreditgeber der letzten Instanz – in unbegrenz-

¹³ Vgl. zur Frage der Inflationsgefahr durch diese Zentralbankintervention auch DE GRAUWE 2011a, S. 4-6.

¹⁴ Das kann seine Ursache darin haben, daß ein Land entweder keine eigene Währung hat, sondern die Währung eines anderen Landes als allgemeines Zahlungsmittel verwendet, oder daß die Regierung aufgrund gesetzlicher Vorschriften keine Möglichkeit hat, unmittelbar von der Zentralbank Kredit zu bekommen und die Anleger aufgrund eines Mißtrauens in die inländische Währung nur in Fremdwährung zu einer Kreditvergabe bereit sind.

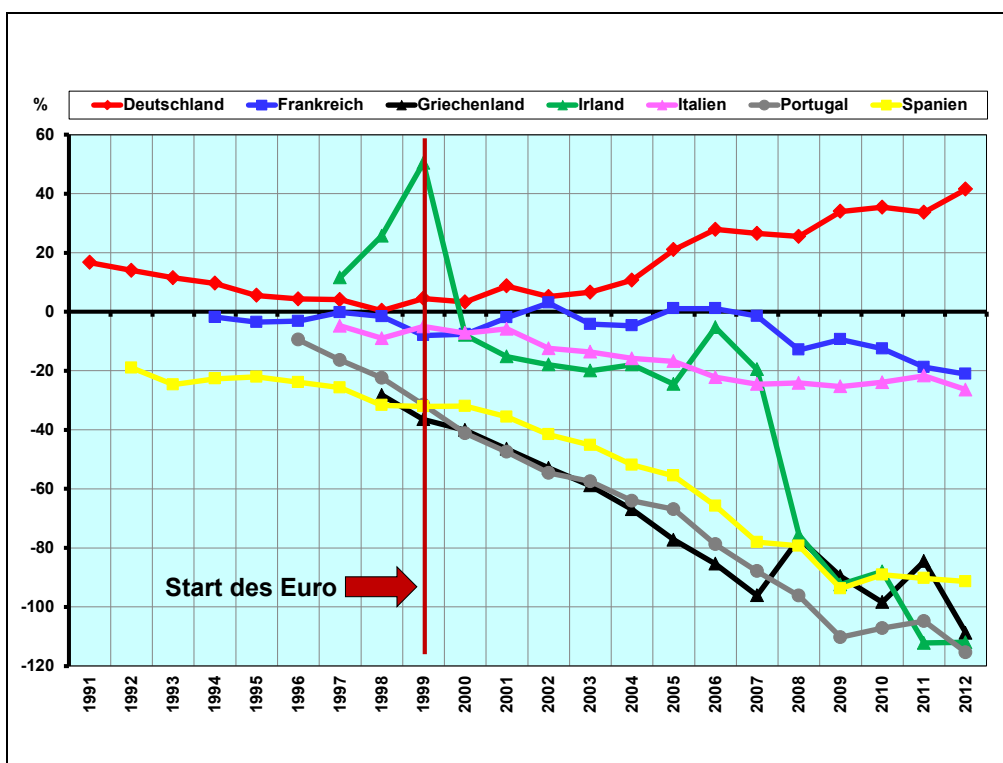
tem Umfang Liquidität bereitzustellen; Entscheidungen darüber obliegen der EZB bzw. dem EZB-Rat, die Zentralbanken der Euroländer sind lediglich ausführende Organe.

Daß der Euro für jedes einzelne Euroland so etwas wie eine Fremdwährung ist, die es nicht selbst herstellen kann, erklärt allerdings noch nicht, warum im Gefolge der Finanzkrise die GIIPS-Länder im Vordergrund standen: die Verschuldungsquoten der öffentlichen Hand allein können dafür, wie schon erwähnt, keine wesentliche Rolle spielen, da sonst beispielsweise Deutschland in gleicher Weise wie Spanien hätte betroffen sein müssen.

Hier kommt nun die (Netto-)Auslandsverschuldung der Länder (nicht notwendigerweise der öffentlichen Hand) ins Spiel: es zeigt sich nämlich, daß die Krise auf dem Staatsanleihenmarkt diejenigen Länder getroffen hat, die eine hohe bzw. in den letzten Jahren stark ansteigende Nettoauslandsverschuldung aufweisen. Das wird deutlich, wenn man die Nettoauslandsposition der Länder – also den Saldo aus Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Rest der Welt – betrachtet, um zu prüfen, ob diese Länder als ganzes gegenüber dem Ausland Nettogläubiger oder Nettoschuldner sind. Veränderungen der Gläubiger-Schuldner-Position ergeben sich im Zeitverlauf im wesentlichen über Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite. Ein Land mit einem Leistungsbilanzdefizit gibt im ganzen mehr aus als es einnimmt; um das tun zu können, muß es sich den Ausgabenüberschuß kreditieren lassen, es muß sich also verschulden. Umgekehrt nimmt ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuß mehr ein als es ausgibt, es baut also gegenüber dem Ausland eine positive Geldvermögensposition auf bzw. eine bestehende negative ab. In Abb. 7 sind die Nettoauslandspositionen von Deutschland, Frankreich und den GIIPS-Ländern abgebildet.¹⁵

¹⁵ USA und Japan wurden weggelassen, da die Höhe der Auslandsverschuldung für die Möglichkeit des Staatsbankrotts kein relevanter Faktor mehr ist, wenn eine Verschuldungsmöglichkeit in eigener Währung besteht.

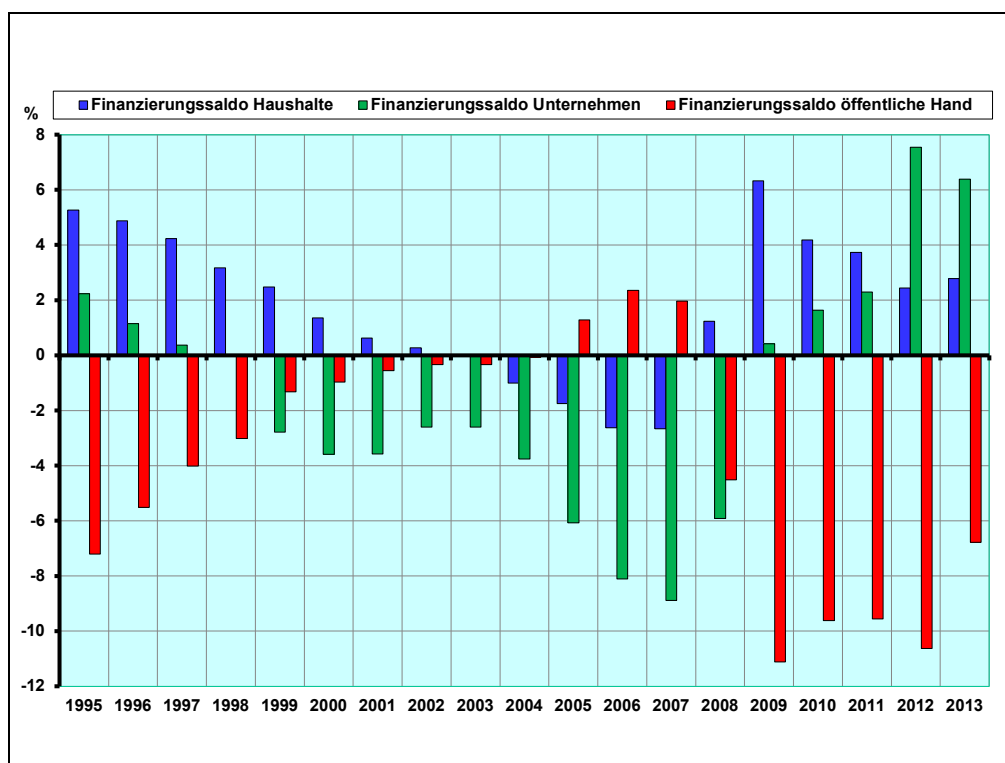
Abb. 7: Nettoauslandspositionen in % des BIP

Quelle: Eurostat¹⁶

Betrachten wir von den Ländern der Eurozone zunächst Deutschland im Zeitverlauf, so zeigt sich, daß sich in den letzten 10 bis 15 Jahren die deutsche Nettogläubigerposition deutlich ausgeweitet hat. Diese war noch im Jahre 2004 relativ bescheiden und lag bei etwa 10 % des Bruttoinlandsprodukts, hat sich aber bis jetzt auf gut 40 % des Bruttoinlandsprodukts erhöht. Auf der anderen Seite stehen die GIIPS-Länder, deren Nettoauslandsposition sich beständig verschlechtert hat, vor allem deswegen, weil sie kontinuierlich Leistungsbilanzdefizite aufwiesen. Um kein Mißverständnis aufkommen zu lassen: im Prinzip kann ein Land ständig ein Leistungsbilanzdefizit haben und somit im Prinzip stets mehr ausgeben als es einnimmt; was jedoch irgendwann problematisch wird, ist eine Nettoschuldnerposition, die in Relation zum Inlandsprodukt immer weiter zunimmt. Denn irgendwann kommt der Punkt, an dem die Märkte aus welchen Gründen auch immer daran zu zweifeln beginnen, ob das Land seine Auslandsverbindlichkeiten pünktlich weiter bedienen kann. Die historische Erfahrung mit Finanzkrisen zeigt, daß es sich dabei keineswegs um einen kontinuierlichen Lernprozeß handelt (mit schrittweise steigenden Zinsen, die es einem Land ermöglichen, sich allmählich anzupassen), sondern vielmehr um abrupte Umschwünge in den Markteinschätzungen, die zu plötzlich und stark ansteigenden Zinssätzen und Finanzierungskonditionen führen oder gar der Unmöglichkeit, Anschlußkredite zu erhalten. Dabei muß die Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland keineswegs durch die öffentliche Hand verursacht sein, sondern kann genauso gut das Ergebnis einer hohen Verschuldung des Privatsektors sein (vgl. KOO 2014).

¹⁶ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=0&language=en&pcode=tipsii10>, letzter Zugriff am 02.01.2014

Abb. 8: Finanzierungssalden in Spanien in % des BIP



Quelle: AMECO-Datenbank, eigene Berechnungen, Wert für 2013 vorläufig

Ein gutes Beispiel dafür ist die Entwicklung in Spanien. Wie man der Abb. 8 entnehmen kann, hat sich bis zum Ausbruch der Finanzkrise der staatliche Finanzierungssaldo ständig erhöht, in den Jahren 2005-2007 hatte die spanische öffentliche Hand sogar Finanzierungsüberschüsse. Demgegenüber war der Finanzierungssaldo der Unternehmen seit 1999 und der der Haushalte seit 2003 negativ. In der Summe ergab sich für Spanien daraus ein seit 1999 durchweg negativer Leistungsbilanzsaldo (erst für 2013 ist wieder ein positiver Saldo zu erwarten). Mit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 reduzierte der Privatsektor seine Nachfrage und versuchte seine Verbindlichkeiten abzubauen; in dieser Situation sprang die öffentliche Hand als stabilisierender Faktor ein, was natürlich mit einem entsprechenden negativen Finanzierungssaldo verbunden war.

Die später als Staatsschuldenkrise bezeichnete Entwicklung und die damit verbundene Auseinanderentwicklung der Zinssätze innerhalb der Europäischen Währungsunion begann jedoch erst im Laufe des Jahres 2009: Die Finanzkrise veranlaßte die Anleger ganz generell dazu, die Risiken ihrer Portfolios zu prüfen und deren Zusammensetzung zu ändern; hinzu kam im Jahr 2009 die Aussage der griechischen Regierung, im Vorfeld des Beitritts zur Währungsunion falsche Zahlen zur Höhe des Staatsdefizits angegeben zu haben. Da außerdem bei den Anlegern Unsicherheit darüber bestand, ob die EZB als Kreditgeber der letzten Instanz auftreten würde, reduzierten sie ihre Engagements in den als problematisch angesehenen Ländern und stießen in diesem Zusammenhang auch die Staatsanleihen dieser Länder ab, was zum starken Anstieg der Umlaufrenditen führte. Dieser Zinsanstieg ließ dann wiederum die Zweifel darüber wachsen, ob die Regierung auch zukünftig in der Lage sein wird, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen, was die Anleiheverkäufe nochmals verstärkte und die Zinssätze weiter steigen ließ. Selbst wenn die öffentliche Hand grundsätzlich bereit ist, trotz alledem ihre Verbindlichkeiten zu bedienen, kann sie ihre Zahlungsfähigkeit verlieren,

einfach deshalb, weil alle Anleger davon ausgehen, daß sie sie verliert, und aus diesem Grunde der öffentlichen Hand keine Anschlußfinanzierung gewähren oder nur zu exorbitant hohen Zinsen, die auf längere Sicht nicht zu bedienen sind.¹⁷ Die Entwicklung auf den Staatsanleihenmarkt hat somit nicht ihre eigentliche Ursache in einer von Anfang an hohen staatlichen Verschuldung – diese war in Spanien vor der Finanzkrise keineswegs sonderlich hoch –, sondern sie ist gewissermaßen das Ventil, über das sich die generell verschlechterte Einschätzung spanischer Schuldner und damit auch der spanischen öffentlichen Hand manifestiert. Diese verschlechterte Einschätzung hat ihren rationalen Kern – sofern man einen solchen annehmen will – in der hohen Netto-Auslandsverschuldung; denn sie bildet die Gemeinsamkeit derjenigen Länder der Währungsunion, deren öffentliche Hand mit rapide verschlechterten Finanzierungskonditionen konfrontiert waren und deshalb auf Stützungsmaßnahmen der anderen Mitgliedsländer zurückgreifen mußten, während in Deutschland mit seiner hohen Netto-Gläubigerposition die öffentliche Hand trotz gleich hoher Staatsschuldenquote wie in Spanien als risikoarmer Schuldner eingestuft wurde und deshalb keinerlei Schwierigkeiten hatte, zu überaus günstigen – und sich noch verbessernden – Konditionen Kreditgeber zu finden.¹⁸

5.4 Zur weiteren Entwicklung in der Eurozone

Erst die Äußerung von EZB-Präsident DRAGHI vom 26. Juli 2012, man sei bereit, „to do whatever it takes to preserve the Euro“ (DRAGHI 2012), wurde als Signal interpretiert, daß die EZB auch auf dem Staatsanleihenmarkt die Rolle des Kreditgebers der letzten Instanz übernehmen werde. In der Folge sanken die Umlaufrenditen der Staatsanleihen der GIIPS-Länder wieder deutlich, ohne daß die EZB bisher tatsächlich als Käufer von Staatsanleihen auftreten mußte: Obwohl die Staatsschuldquoten der GIIPS-Länder im September 2013 höher waren als im November 2011, sind die Zinssätze in allen Ländern im gleichen Zeitraum gesunken (KRUGMAN 2014).

Wie in Abschnitt 5.3 gezeigt wurde, ist die Befürchtung, daß ein derartiges Eingreifen der Zentralbank zu Inflation führe, als unbegründet anzusehen. Auch etwaige Verluste, die die Zentralbank aufgrund eines solchen Engagements macht, sind weit weniger problematisch als häufig angenommen: zum einen kann es eine Zentralbank im Zuge ihrer normalen Tätigkeit fast nicht vermeiden, Gewinne zu machen, so daß Verluste in einem oder mehreren Jahren in aller Regel problemlos durch die Gewinne anderer Perioden mehr als ausgeglichen werden können; zum anderen wäre die Zentralbank selbst bei fortgesetzten Verlusten und sogar bei einem dadurch verursachten negativen Eigenkapital weiterhin handlungsfähig, da sie in eigener Währung niemals zahlungsunfähig werden kann. Deshalb besteht auch keine Notwendigkeit, etwaige Verluste von Zentralbanken durch Zuweisungen aus dem Staatshaushalt auszugleichen. (JORDAN 2011, S. 5-11).

¹⁷ Dieser Selbstverstärkungsmechanismus und die Bedeutung der Erwartungen wird ausführlich analysiert von DE GRAUWE (2011). Zusätzlich muß noch berücksichtigt werden, daß die Entwicklung der Finanzmärkte es möglich gemacht hat, mit Hilfe von Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps – CDS) sich nicht nur gegen den Zahlungsausfall eines Staates abzusichern, sondern auch aktiv darauf zu spekulieren, da für den Erwerb eines CDS nicht erforderlich ist, auch die Staatsanleihen zu besitzen, deren Ausfall der CDS absichern soll. Die Erwartung einer Zahlungseinstellung des im Fokus stehenden Staates läßt die CDS-Prämien steigen, dies führt zu weiter steigenden Zinsen, was wiederum die Erwartung einer Zahlungseinstellung nochmals verstärkt, die CDS-Prämien erneut steigen läßt usw. Vgl. dazu SCHULMEISTER (2012), S. 390-393.

¹⁸ Damit ist natürlich noch nicht die Frage beantwortet, warum diese veränderte Einschätzung sich so plötzlich eingestellt hat und nicht einem allmählichen Wandlungsprozeß unterliegt. Dies führt auf das Problem der Rationalität oder Irrationalität von Finanzmärkten, das aber hier nicht weiter behandelt werden soll.

Überdies kann ja gerade durch ein solches Eingreifen der Zentralbank eine Zahlungsunfähigkeit der betroffenen Staaten und damit auch ein Verlust der Zentralbank verhindert werden. Zwar wird häufig vorgebracht, daß ein Eingriff der Zentralbank nur im Falle einer Liquiditätskrise und nicht bei einer Solvenzkrise erfolgen soll, aber die Unterscheidung zwischen einer reinen Liquiditäts- und einer Solvenzkrise ist praktisch kaum durchführbar; es läßt sich sogar argumentieren, daß gerade diese unzureichende Unterscheidungsmöglichkeit die Notwendigkeit eines Eingreifens der Zentralbank begründet: denn wenn auf einfache Weise zwischen bloßer Illiquidität und Insolvenz unterschieden werden könnte, könnte man es ja dem Finanzmarkt überlassen, den solventen, aber nur illiquiden Akteuren die erforderliche Finanzierung bereitzustellen (DE GRAUWE 2011a, S. 9 f.). Des weiteren zeigen die sehr unterschiedlichen Staatsschuldenquoten und die Möglichkeit eines Staates, seine Einnahmensituation durch hoheitliche Anordnung (d. h. Steuererhöhung) zu verbessern, daß es praktisch nicht möglich ist, eine Verschuldungshöhe zu benennen, die als objektiv untragbar bezeichnet werden könnte.

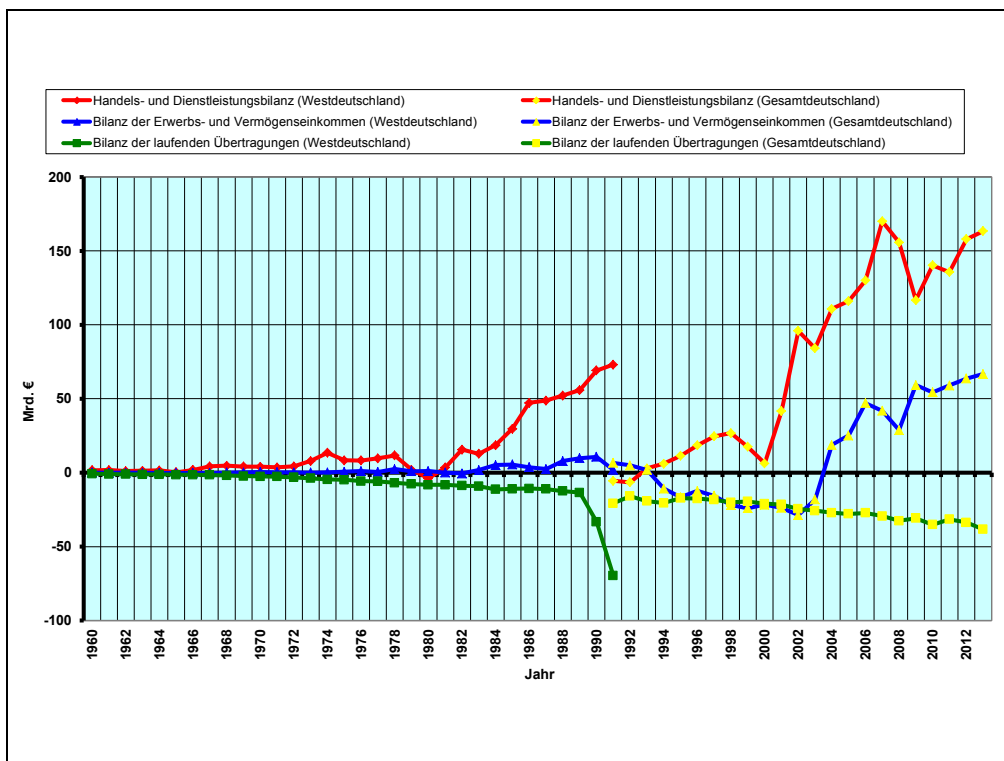
Der Eingriff der Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz auf dem Markt für Staatsanleihen sorgt auch dafür, daß es eine Anlagemöglichkeit gibt, die zwar keine hohen Erträge abwirft, aber von den Anlegern als sicher angesehen wird: Anleihen der öffentlichen Hand, jedenfalls aus solchen Ländern, die die wichtigen Weltwährungen ausmachen, galten als absolut risikolose Anlagen, die deshalb auch nur einen relativ niedrigen Zinsertrag generierten. Für sie galt das Diktum von G. L. S. SHACKLE (1966, S. 268): „[T]he practical necessities of life drive us to accept some things as unquestionable: sunrise and sunset, eventual personal dissolution and the payment of due interest by the British government.“ Die Existenz einer solchen sicheren Anlage ist offenbar eine wichtige Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren des Kapitalmarktes (INTERNATIONAL MONETARY FUND 2012). Nach dem Schuldenschnitt für Griechenland Anfang 2012 fiel zumindest innerhalb Europas diese Gewißheit dahin und wurde erst durch die bereits erwähnte Rede MARIO DRAGHIS einigermaßen wiederhergestellt.

Vor diesem Hintergrund ist die Diskussion um eine (teilweise) Vergemeinschaftung der Schulden der Euroländer zu sehen: Der EZB als genuin europäischer Institution in der Geldpolitik steht bisher kein europäisches fiskalpolitisches Pendant gegenüber; die Intervention auf den Märkten für die Staatsanleihen der Euroländer im Rahmen des sog. OMT-Programms ist daher eigentlich nur die zweitbeste Möglichkeit, die sich aus dem Fehlen europäischer Staatsanleihen ergibt. Gäbe es europäische Anleihen, könnte sich die Intervention der EZB auf diese Anleihen beschränken. Der häufig gehörte Einwand, es dürfe keine europäischen Anleihen geben, weil damit die Eigenverantwortung der öffentlichen Hand in den Euroländern geschwächt bzw. verwässert werde, muß gerade umgekehrt werden: erst wenn eine liquide europäische Anleihe existiert,¹⁹ die aufgrund der impliziten Garantie durch die EZB das Bedürfnis nach einer sicheren Anlage befriedigt, kann auf eine Stützung der Anleihen der Euro-Mitgliedsländer verzichtet werden – ganz analog zur Situation in den USA: dort stützt die Federal Reserve ebenfalls nur die Anleihen der amerikanischen Zentralregierung, nicht jedoch die der Einzelstaaten.

¹⁹ Wie derartige europäische Anleihen eingeführt werden sollen, dafür existieren mehrere Vorschläge, die hier aber nicht im einzelnen diskutiert werden können: die Einführung von sog. Blue Bonds, die durch die Gemeinschaft der Euroländer garantiert werden (DELPLA/V. WEIZSÄCKER 2010); die Gründung eines Europäischen Währungsfonds, der Eurobonds ausgibt (SCHULMEISTER 2012); die Einführung einer europäischen „Treasury“, die für die Finanzierung der öffentlichen Investitionen innerhalb der Eurozone sorgen soll (BIBOW 2013).

Allerdings ist das Eingreifen der EZB insofern unzureichend, als sie damit nichts an den eigentlichen Ursachen der Krise im Euroraum ändern kann. Wie gezeigt, ist die wirkliche Problematik in der Eurozone in den auseinanderlaufenden Nettoauslandspositionen der Mitgliedsländer zu sehen. Somit muß die Politik an der Korrektur der Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite ansetzen. Allerdings herrscht hier immer noch die Vorstellung vor, daß der hohe Leistungsbilanzüberschuß von Deutschland in erster Linie der Qualität seiner Produkte und der Steigerung seiner Produktivität zu verdanken ist. Das ist schon deshalb eine zu kurz gegriffene Erklärung, weil diese Qualität ja nicht erst in den letzten zehn Jahren entstanden ist. Damit können der starke Anstieg der Ausfuhren und vor allem der Exportüberschüsse seit dem Jahrtausendwechsel nicht erklärt werden: zwar war Deutschland immer ein Exportland, aber keineswegs immer ein Exportüberschußland, wie eine längerfristige Betrachtung der Außenhandelssalden in Abb. 9 deutlich macht.

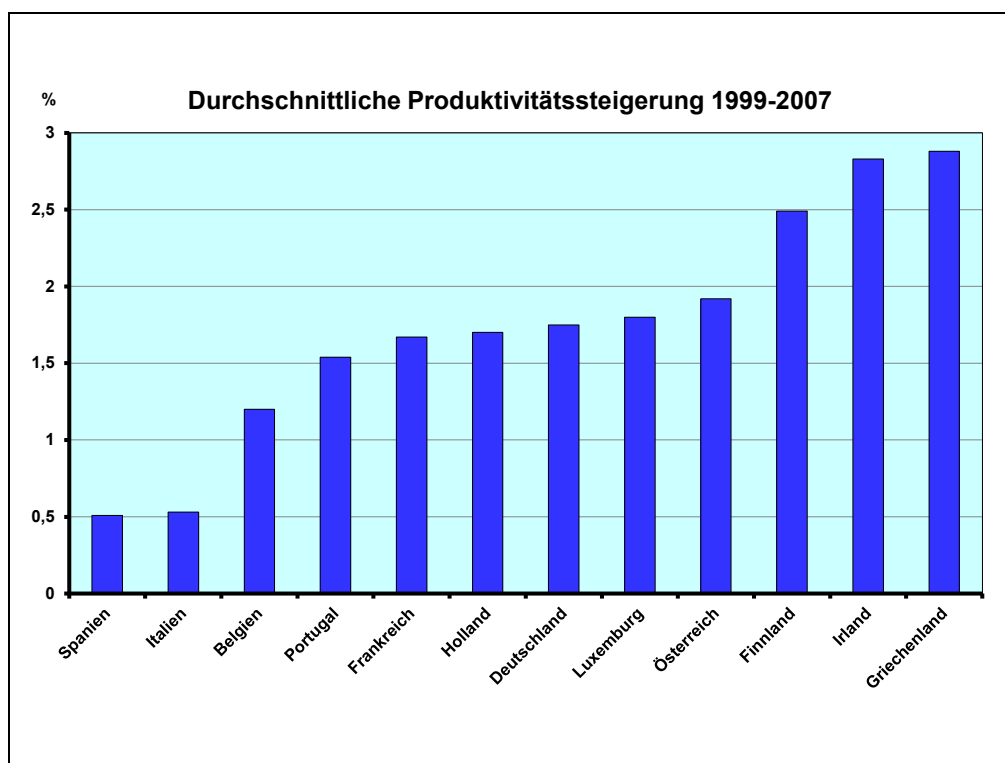
Abb. 9: Außenwirtschaftliche Salden Deutschlands



Quelle: AMECO-Datenbank, Wert für 2013 vorläufig

Auch war die Produktivitätsentwicklung in Deutschland seit Beginn der Währungsunion keineswegs überdurchschnittlich, wie ein Vergleich der Steigerungsraten der Arbeitsproduktivität in den Ländern der Währungsunion bis zum Ausbruch der Finanzkrise deutlich macht (Abb. 10).

Abb. 10: Produktivitätssteigerungen²⁰ in den Ländern der Eurozone

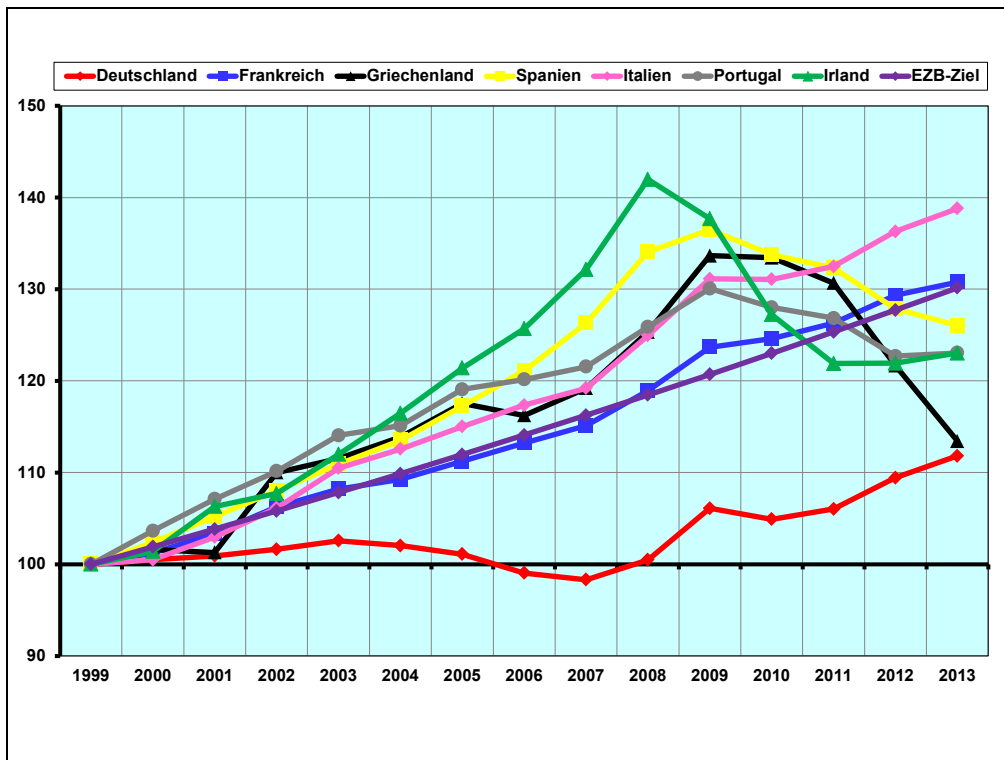


Quelle: AMECO-Datenbank, eigene Berechnungen

Demgegenüber war ein wichtiger Grund für die Entstehung der Ungleichgewichte die vergleichsweise geringe Steigerung der Löhne, was in Deutschland dazu geführt hat, daß die Lohnstückkosten (Lohnsatz im Verhältnis zur Produktivität) in deutlich geringerem Maße angestiegen sind als in den anderen europäischen Ländern (Abb. 11). Da die Lohnstückkosten ganz wesentlich das Preisniveau eines Landes bestimmen und innerhalb einer Währungsunion keine Möglichkeit einer (nominalen) Abwertung mehr besteht, erklärt das zu einem guten Teil die entstandenen Leistungsbilanzungleichgewichte.

²⁰ Produktivität: reales Bruttoinlandsprodukt pro Arbeitsstunde; durchschnittliche jährliche Steigerung zwischen 1999 und 2007.

Abb. 11: Lohnstückkostenentwicklung in der Eurozone (1999 = 100)



Quelle: AMECO-Datenbank, eigene Berechnungen

Allerdings ist es eine zu kurz gegriffene Schlußfolgerung, von den Defizitländern zu fordern, sie sollten ihre Lohnstückkostenentwicklung an Deutschland anpassen – was nichts anderes als absolute Lohnsenkung bedeutet und in den südeuropäischen Ländern sowie in Irland in den vergangenen Jahren tatsächlich auch praktiziert wurde, wie man an der jüngsten Entwicklung der Lohnstückkosten sehen kann. Diese Art der „Anpassung“ ist aber nur um den Preis einer rezessiven oder gar depressiven Entwicklung möglich – mit allen bekannten negativen Folgen für gesamtwirtschaftliche Nachfrage, Produktion und Beschäftigung: Griechenlands BIP beispielsweise ist seit 2007 um gut 23 % gesunken.²¹

Demgegenüber ist zu berücksichtigen, daß die Mitglieder einer Währungsunion die gleiche Inflationsrate haben müssen, um kumulative Gewinne und Verluste an Wettbewerbsfähigkeit zu vermeiden. Als Richtschnur kann hier das Inflationsziel der EZB dienen: unter, aber nahe 2 % (in Abb. 11 konkretisiert als eine Steigerungsrate von 1,9 %); entsprechendes muß dann für die jeweiligen Steigerungen der Lohnstückkosten gelten. Wenn man daraufhin die Lohnstückkostensteigerungen der Mitglieder der Eurozone betrachtet und mit dem EZB-Ziel einer Lohnstückkostensteigerung von 1,9% vergleicht, so sieht man zwar, daß die GIIPS-Länder vor der Finanzkrise Lohnstückkostensteigerungen von über 2 % hatten, aber Deutschland Steigerungen von deutlich unter 2 %. Es ist daher nicht gerechtfertigt, lediglich die Krisenländer für die Entwicklung verantwortlich zu machen; die Verantwortung Deutschlands ist vor diesem Hintergrund mindestens genauso, wenn nicht noch stärker zu betonen. Besonders deutlich wird das, wenn man sich die Entwicklung Frankreichs ansieht: Frankreich hat sich beinahe mustergültig an die 2%-Regel gehalten, sieht sich aber dennoch mit einer Verschlechterung seiner Nettoauslandsposition konfrontiert, die in jüngster Zeit die Diskussion

²¹ Daß die europäische Austeritätspolitik gänzlich kontraproduktiv ist, wird gezeigt von DE GRAUWE/JI (2013).

um die französische Wettbewerbsfähigkeit verstärkt hat. Wenn man vermeiden will, daß Frankreich zur Verbesserung seiner Wettbewerbsfähigkeit eine stärker deflationär orientierte Politik verfolgt, ist es umso wichtiger, daß Deutschland mit einer höheren Steigerungsrate seiner Lohnstückkosten sich dem gewünschten Entwicklungspfad der Lohnstückkosten und damit der Inflationsrate wieder annähert.²²

6 Fazit

Halten wir also fest: wenn ein Staat sich in eigener Währung verschuldet und die Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz agiert, der im Falle einer plötzlichen Panik auf den Anleihemärkten für niedrige Zinsen sorgt, dann kann ein Staatsbankrott im engeren Sinne des Wortes, d. h. die Suspendierung (eines Großteils) der staatlichen Zahlungsverpflichtungen, nicht vorkommen. Soweit sich die öffentliche Hand in fremder Währung verschuldet, ist entscheidend, ob das Land als ganzes gegenüber dem Rest der Welt Nettoschuldner oder Nettogläubiger ist: Ist es Nettoschuldner und nimmt die Verschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung beständig zu, kann irgendwann der Punkt kommen, an dem generell die Zahlungsfähigkeit der inländischen Schuldner bezweifelt wird und dadurch auch eine Panik auf dem Staatsanleihenmarkt ausbricht.

Damit soll nicht gesagt werden, daß Staatsverschuldung in inländischer Währung völlig bedeutungslos ist: sie kann – neben der bereits erwähnten Inflationsgefahr – auch andere negative Wirkungen haben, ohne gleich in den Staatsbankrott zu führen: nachteilige Wirkungen auf das Wachstum und die Verteilung, eine Einengung des Handlungsspielraums bei den Staatsausgaben, Steuererhöhungen usw. Diese möglichen Wirkungen der Staatsverschuldung standen hier aber nicht zur Diskussion; es sollte vielmehr deutlich gemacht werden, daß es für die Frage, unter welchen Umständen ein Staatsbankrott wahrscheinlich ist, zu kurz gegriffen ist oder sogar in die Irre führen kann, wenn man lediglich die absolute Höhe der Staatsschuld oder die Staatsschuldenquote betrachtet.

Für die Eurozone bedeuten diese Überlegungen: Will man sich mit der impliziten Garantie der Anleihen praktisch aller Eurostaaten durch die EZB nicht zufriedengeben und zugleich aber sicherstellen, daß Staatsanleihen (wieder) als sichere Anlagen wahrgenommen werden, führt wahrscheinlich kein Weg daran vorbei, zum einen in irgendeiner Weise europäische Anleihen einzuführen und zum anderen die auseinanderlaufenden Nettogläubiger- und Nettoschuldnerpositionen der Unionsländer allmählich abzubauen. Für die Erreichung beider Ziele liegt eine Hauptverantwortung bei Deutschland.

²² Auf die Problematik der deutschen Lohnpolitik wurde bereits frühzeitig hingewiesen von FLASSBECK/SPIECKER (2005); zur Frage der darauf basierenden möglichen Lösung der Krise im Euroraum siehe auch FLASSBECK/SPIECKER (2010), insbesondere S. 183 f. Der Einwand, daß es doch im Wettbewerb eine übliche Strategie sei, durch Kostensenkung sich einen Vorteil zu verschaffen, übersieht wichtige Unterschiede des Wettbewerbs zwischen Unternehmen und zwischen Ländern; warum es unsinnig ist, die Wettbewerbsidee auf ganze Länder auszudehnen, wird ausführlich erläutert in FLASSBECK (2010), S. 169-176 und 205-216.

Literaturverzeichnis

- ANSELMANN, C., KRÄMER, H.** (2014): „Ungleichheit als Preis für Vollbeschäftigung? Einige Anmerkungen zu den Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung“. *Diskussionsbeiträge aus der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften*, Nr. 2/2014. Karlsruhe: Hochschule Karlsruhe – Technik und Wirtschaft, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften.
- BACH, S.** (2013): „Gesamtwirtschaftliche Steuer- und Abgabenbelastung nicht übermäßig hoch“. *DIW Wochenbericht*, Bd. 86, Nr. 47, S. 3-9.
- BAGEHOT, W.** (1873 [1996]): *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Faksimile der 1873 in London erschienenen Erstausgabe. Düsseldorf. Verlag Wirtschaft und Finanzen.
- BIBOW, J.** (2013): „Lost at Sea: The Euro Needs a Euro Treasury“. *IMK Study*, Nr. 35. Düsseldorf: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung.
- BRUNNERMEIER, M. K.** (2009): „Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008“. *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 23, Nr. 1, S. 77-100.
- BULOW, J., ROGOFF, K. S.** (1989): „A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt“. *Journal of Political Economy*, Bd. 97, Nr. 1, S. 155-178.
- CATAO, L., KAPUR, S.** (2006): „Volatility and the Debt-Intolerance Paradox“. *IMF Staff Papers*, Bd. 53, Nr. 2, S. 195-218.
- CATAO, L., FOSTEL, A., KAPUR, S.** (2009): „Persistent Gaps and Default Traps“. *Journal of Development Economics*, Bd. 89, Nr. 2, S. 271-284.
- DE GRAUWE, P.** (2011): *The Governance of a Fragile Euro Zone*. Working paper, Universität Leuven. http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf, letzter Zugriff am 02.01.2014.
- DE GRAUWE, P.** (2011a): „The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bonds Market?“ *CESifo Working Paper*, Nr. 3569. München: CESifo.
- DE GRAUWE, P., JI, Y.** (2013): *Panic-driven Austerity in the Eurozone and its implications*. <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>, Artikel vom 21.02.2013, letzter Zugriff am 02.01.2014.
- DELPLA, J., v. WEIZSÄCKER, J.** (2010): „The Blue Bond Proposal“. *Bruegel Policy Brief*, Nr. 2010/03. Brüssel: Bruegel
- DEUTSCHE BUNDESBANK** (2008): „Integrierte sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen für Deutschland“. *Monatsbericht der Deutschen Bundesbank*, 60. Jg., Nr. 1 (Januar 2008), S. 31-47.
- DEUTSCHE BUNDESBANK** (2013): „Zahlungsbilanzstatistik August 2013“. *Statistisches Beiheft 3 zum Monatsbericht der Deutschen Bundesbank*, 65. Jg., Nr. 8 (August 2013).
- DOMAR, E. D.** (1944): „The ‚Burden of the Debt‘ and the National Income“. *American Economic Review*, Bd. 34, Nr. 4, S. 798-827.
- DRAGHI, M.** (2012): *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012*. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, letzter Zugriff am 18.12.2013.
- EATON, J., GERSOVITZ, M.** (1981): „Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis“. *Review of Economic Studies*, Bd. 48, Nr. 2, S. 289-309.
- FELDMAN, G. D.** (1997): *The Great Disorder: Politics, Economics and Society in the German Inflation, 1914-1924*. Oxford: Oxford University Press.

- FERNANDEZ, R., ROSENTHAL, R. W.** (1990): „Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiations“. *Review of Economic Studies*, Bd. 57, Nr. 3, S. 331-349.
- FLASSBECK, H.** (2010): *Die Marktwirtschaft des 21. Jahrhunderts*. Frankfurt: Westend.
- FLASSBECK, H., SPIECKER, F.** (2005): „Die deutsche Lohnpolitik sprengt die Europäische Währungsunion“. *WSI-Mitteilungen*, 57. Jg., Nr. 12, S. 707-713.
- FLASSBECK, H., SPIECKER, F.** (2010): „Lohnpolitische Konvergenz und Solidarität oder offener Bruch: eine große Krise der EWU ist nahezu unvermeidlich“. *Wirtschaftsdienst*, 90. Jg., Nr. 3, S. 178-184.
- GANDENBERGER, O.** (1988): „Öffentliche Verschuldung II: Theoretische Grundlagen“. In: ALBERS, W. et al. (Hrsg.): *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften*. Stuttgart: Gustav Fischer, Bd. 5, S. 480-504.
- GRANDT, M.** (2010): *Der Staatsbankrott kommt! Hintergründe, die man kennen muss*. München: Kopp.
- HERNDON, T., ASH, M., POLLIN, R.** (2013): „Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff“. *Political Economy Research Institute (PERI) Working Paper Series*, Nr. 322. Amherst: University of Massachusetts.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND** (2012): „Safe Assets: Financial System Cornerstone?“ *Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability*, April 2012. Washington: International Monetary Fund, S. 81-122.
- JORDAN, T. J.** (2011): *Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital?* Vortrag vor der Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft Basel am 28.09.2011. Bern: Schweizerische Nationalbank, <http://www.snb.ch/jordan.pdf>. Manuskript vom 28.09.2011, letzter Zugriff am 29.03.2012.
- KOO, R. C.** (2014): „It Is Private, Not Public Finances that Are Out of Whack“. *German Economic Review*, Bd. 15, Nr. 1, S. 166-190.
- KRUGMAN, P.** (2014): *The State of the Euro, in One Graph*. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/01/01/the-state-of-the-euro-in-one-graph/?r=1>. Artikel vom 01.01.2014, letzter Zugriff am 02.01.2014.
- LACHMANN, G.** (2012): „Hinter dem Griechen-Drama lauert die Katastrophe“. <http://www.welt.de/wirtschaft/article13870224/Hinter-dem-Griechen-Drama-lauert-die-Katastrophe.html>, Artikel vom 15.02.2012, letzter Zugriff am 26.07.2013.
- MARTIN, P.C.** (1983): *Wann kommt der Staatsbankrott?* München: Langen-Müller Herbig.
- NICKERT, C., LAMBERTI, U. H.** (2011): *Überschuldungs- und Zahlungsunfähigkeitsprüfung im Insolvenzrecht* (2. Aufl.). Köln: Carl Heymanns.
- OBERHAUSER, A.** (1996): „Die Last der Staatsverschuldung“. *Kredit und Kapital*, Bd. 28, Nr. 3, S. 346-367.
- PANIZZA, U., STURZENEGGER, F., ZETTELMEYER, J.** (2009): „The Economics and Law of Sovereign Debt and Default“. *Journal of Economic Literature*, Bd. 47, Nr. 3, S. 651-698.
- REINHART, C., ROGOFF, K.** (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- REINHART, C., ROGOFF, K.** (2010): „Growth in a Time of Debt“. *American Economic Review*, Bd. 100, Nr. 2 (Papers and Proceedings), S. 573-578.
- SACHS, J., COHEN, D.** (1982): „LDC Borrowing with Default Risk“. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, Nr. 925.
- SANDLERIS, G.** (2008): „Sovereign Defaults: Information, Investment and Credit“. *Journal of International Economics*, Bd. 76, Nr. 2, S. 267-275.

-
- SCHULMEISTER, S.** (2012): „The European Monetary Fund: A Systemic Problem Needs a Systemic Solution.“ In: MATHIEU, C., STERDYNYIAK, H. (Hrsg.): *The Euro Zone in Crisis*. Revue de l'OFCE / Debates and Policies, Nr. 127, S. 389-424.
- SHACKLE, G. L. S.** (1966): „Recent Theories Concerning the Nature and Role of Interest“. In: Shackle, G. L. S.: *The Nature of Economic Thought: Selected Papers 1955-1964*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 225-282.
- STATISTISCHES BUNDESAMT, DEUTSCHE BUNDESBANK** (2013): *Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1991-2012*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.
- STÜTZEL, W.** (1983): *Über unsere Währungsverhältnisse: Zehn Jahre Floating – Verheißungen und Erfahrungen*. (Vorträge und Aufsätze / Walter-Eucken-Institut, Nr. 91) Tübingen: Mohr.
- TOMZ, M., WRIGHT, M. L. J.** (2007): „Do Countries Default in Bad Times?“ *Journal of the European Economic Association*, Bd. 5, Nr. 2-3, S. 352-360.
- WOLF, T. C., SCHLAGHECK, M.** (2007): *Überschuldung: Tatbestand, Bilanzierung, Steuerrecht*. Herne: NWB.