

Vesna Lalos, Bakk.rer.soc.oec.

# **Staatsverschuldung und Finanzrepression**

## **Masterarbeit**

zur Erlangung des akademischen Grades

eines Master of Science

der Studienrichtung Betriebswirtschaft

an der Karl-Franzens-Universität Graz

O.Univ.-Prof. Mag. Dr.rer.soc.oec. Edwin Fischer

Institut für Finanzwirtschaft

Graz, Juli 2016

## **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne fremde Hilfe verfasst, andere als die angegebenen Quellen nicht benutzt und die den Quellen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht habe. Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen inländischen oder ausländischen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht. Die vorliegende Fassung entspricht der eingereichten elektronischen Version.

Datum:

Unterschrift:

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	I
Abbildungsverzeichnis .....	III
Tabellenverzeichnis .....	III
Abkürzungsverzeichnis .....	IV
Symbolverzeichnis .....	V
Einleitung .....	1
1 Staatsverschuldung – Theoretische Grundlagen .....	3
1.1 Volkswirtschaftliche Bedeutung .....	3
1.2 Begriffserklärung .....	4
1.3 Ziele und Funktionen der staatlichen Verschuldung .....	6
1.4 Formen der Staatsverschuldung .....	7
1.4.1 Kreditnehmer .....	7
1.4.2 Schuldformen .....	9
1.4.3 Gläubigerstruktur .....	12
1.4.4 Inländische vs. Ausländische Verschuldung .....	14
1.4.5 Explizite vs. Implizite Verschuldung .....	17
1.4.6 Konjunkturelle vs. Strukturelle Verschuldung .....	19
1.4.6.1 Konjunkturelles vs. Antizyklisches Defizit .....	19
1.4.6.2 Strukturelles Defizit .....	20
1.5 Kennzahlen zur Beurteilung der Entwicklung von Staatsschulden .....	22
1.5.1 Staatsschuldenquote (Schuldenstandquote) .....	24
1.5.2 Defizitquote .....	24
1.5.3 Primärsaldo .....	24
1.5.4 Zins-Steuer-Quote und Zins-Ausgaben-Quote .....	26
1.6 Folgen der staatlichen Verschuldung .....	27
1.6.1 Crowding Out .....	28

1.6.2	Fiskalische, politische und integrative Folgen .....	30
2	Staatsverschuldung auf der EU-Ebene mit besonderem Bezug zu Österreich .	32
2.1	Stabilitäts- und Wachstumspakt vs. Sixpack vs. Fiskalpakt.....	33
2.2	Austeritätspolitik .....	35
2.3	Basel III – Risiko-Darstellung von Staatsanleihen .....	39
2.4	Analyse der Staatsschuldenquote der EU-Mitgliedsstaaten .....	41
2.5	Analyse der Defizitquote der EU-Mitgliedsstaaten .....	44
2.6	Analyse des Primärsaldos der EU-Mitgliedsstaaten .....	46
3	Finanzrepression .....	48
3.1	Begriffserklärung .....	49
3.1	Geschichte der Finanzrepression .....	51
3.2	Die Rolle des Realzinssatzes .....	53
3.3	Liquidationseffekt bzw. Finanzrepressions-Steuer .....	57
3.4	Die Rolle der Inflation .....	61
3.5	Folgen der Finanzrepression .....	66
3.6	Finanzrepression im Euroraum.....	68
3.6.1	Gefahren der Finanzrepression für den Euroraum.....	71
3.6.1.1	Umverteilungseffekte .....	71
3.6.1.2	Niedrigzinspolitik .....	75
3.6.1.3	Expansive Geldpolitik .....	76
3.6.2	Ist die Finanzrepression geeignete Lösung für die EU-Schuldenkrise?	79
	Schlussfolgerung .....	82
	Literaturverzeichnis .....	84
	Quellenverzeichnis .....	87

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Verschuldung der öffentlichen Kreditnehmer .....	8
Abbildung 2: Verschuldung der öffentlichen Einrichtungen .....	9
Abbildung 3: Anteilmäßige Entwicklung der Schuldfornen an der Gesamtschuld....	10
Abbildung 4: Eventualverbindlichkeiten Sektor Staat .....	11
Abbildung 5: Gläubigerstruktur der Staatsschuld gemäß Maastricht .....	14
Abbildung 6: Ausländische vs. Inländische Verschuldung .....	15
Abbildung 7: Effektive Staatsschulden lt. Generationenbilanz.....	18
Abbildung 8: Entwicklung des strukturellen Defizites.....	22
Abbildung 9: Verschuldung und Pro-Kopf-Wachstum.....	29
Abbildung 10: Staatsschuldenquoten und jährliche Wachstumsrate des BIP.....	38
Abbildung 11: Staatschuldenquote .....	43
Abbildung 12: Defizitquote.....	45
Abbildung 13: Entwicklung des Primärsaldos und Zinsausgaben.....	47
Abbildung 14: Anstieg und Abbau der Staatsschulden .....	51
Abbildung 15: Ex-post-Rendite von kfr. Staatspapieren (treasury bill).....	54
Abbildung 16: Ex-post-Realzinssatz auf Bank-Guthaben .....	55
Abbildung 17: Häufigkeitsverteilung der Realzinssätze von Staatsanleihen.....	57
Abbildung 18: Inflationswirkung auf die Entwicklung der Staatsschuldenquote .....	65
Abbildung 19: Realzinssatz und Unterschiede in der Entwicklung des Staatsanleihen- Zinses nach der Finanzkrise in der Eurozone.....	72
Abbildung 20: Realzinsen auf Bankeinlagen mit Laufzeiten kleiner als 2 Jahre .....	73

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Jährliche Staatseinnahmen aus der Finanzrepressions-Steuer .....	59
Tabelle 2: Die Liquidation der Staatsschulden durch finanzielle Repression.....	61
Tabelle 3: Maßnahmen der Finanzrepression in Europa .....	70

## Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
bzw.	beziehungsweise
d.h.	das heißt
etc.	et cetera
ESVG	Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
i.S.	im Sinne
i.w.S.	im weiteren Sinne
u.a.	unter anderem
MTO	mittelfristiger Haushaltssaldo
Mrd.	Milliarde
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
ÖPP	öffentlich private Partnerschaften
sog.	sogenannt
SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt
z.B.	zum Beispiel

## Symbolverzeichnis

$t$	Zeitindex
$D'_t$	unbereinigtes Haushaltsdefizit im Haushaltsjahr $t$
$G_t^r$	reine Ausgaben für Güter, Dienstleistungen und Transfers (ohne Zinszahlungen)
$T_t$	Einnahmen im Haushaltsjahr $t$
$i_t$	Nominalzinssatz
$i_t^F$	marktkonformer Nominalzinssatz (Marktzinssatz)
$D_t$	Realer Schuldenstand
$iD_t$	Zinsausgaben für die Verzinsung der realen öffentlichen Schuld
$\Delta d_t$	Veränderung der Staatsschuldenquote
$p_t$	Primärdefizitquote
$G$	Wachstumsrate des BIP
$d_t$	Staatsschuldenquote
$PD_t$	Primärdefizit
$r$	Realzinssatz
$r_t^P$	Ex-post Realzinssatz
$r_t^A$	Ex-ante Realzinssatz
$r_t^F$	Ex-ante marktkonformer Realzinssatz
$\pi_t$	Realisierte Inflationsrate in $t$ (ex-post)
$\pi_t^e$	Erwartete Inflationsrate in $t$ (ex-ante)
$g_t$	laufende reale Staatsausgaben
$\tau_t$	Steuereinnahmen
$b_t$	Neuverschuldung
$h_t$	monetäre Basis

## Einleitung

Sparmaßnahmen, Defizitfinanzierung, Leitzinssenkung, Rettungspakete, Bankensystem etc. Unabhängig von der Medienwahl wird man fast täglich mit diesen Begriffen konfrontiert. Denn die Immobilienmarkt- und Bankenkrise in den USA im Jahr 2007 erfasste auch die EU und löste die seit dem Zweiten Weltkrieg schlimmste globale Wirtschafts- und Finanzkrise aus, die noch immer andauert. Die EU, darunter auch Österreich, schlitterte in eine Rezession, die mit Rückgang des Wirtschaftswachstums, hoher Arbeitslosigkeit, Einbruch der Realwirtschaft und Einschnitten im Sozialsystem einherging. In manchen europäischen Staaten, wie z.B. Griechenland, Portugal oder Island, waren die Auswirkungen der Krise besonders dramatisch, sodass ein Staatsbankrott drohte.

Um das Wirtschaftssystem zu stützen und die einzelnen Mitgliedsstaaten vor dem Staatsbankrott zu retten, leisteten die EU und deren Mitgliedsstaaten enorme Kapitalzuschüsse über diverse Hilfs- und Stabilisierungsprogramme (Stichwort EU-Rettungsschirm). Auf nationaler Ebene wurden jene Banken, die vor dem Kollaps standen, durch Finanzhilfen abgesichert oder sogar teilweise bzw. zur Gänze verstaatlicht. Gleichzeitig wurden strenge Sparprogramme eingeführt, um die öffentlichen Ausgaben einzudämmen. In manchen EU-Mitgliedsstaaten kam es auf Grund der Wirtschaftskrise auch zu politischen Krisen bzw. Unruhen. Insbesondere in Griechenland brachte nicht nur die Wirtschaftskrise selbst, sondern vor allem auch die Rettungsmaßnahmen, harte Einschnitte für das Land, dessen Bürger sowie das gesamte soziale und gesellschaftliche Leben, was immer wieder zu großen Demonstrationen geführt hat, die mittlerweile zum Alltag in Griechenland gehören.

Der Zusammenbruch des Bank- und Wirtschaftssystems konnte vorerst abgewendet werden, allerdings stellt sich die Frage, für wie lange. Denn auf Grund der Wirtschaftskrise und der Stabilisierungsmaßnahmen sind die Staatsschulden in allen Mitgliedstaaten explodiert. So weisen etliche Mitgliedsstaaten Staatsschuldenquoten über 100 % des BIP auf. Trotz teils drastischer Maßnahmen der Schuldenreduktion und leichter wirtschaftlichen Erholung, die mittlerweile spürbar ist, besteht das Problem der hohen Staatsverschuldung weiterhin. Die öffentliche Aufmerksamkeit widmet sich zwar in der Zwischenzeit immer mehr anderen Themen, wie z.B. der Flüchtlingskrise, aber ein echter wirtschaftlicher Aufschwung und damit die Lösung des

Problems ist nicht in Sicht, sodass es nur eine Frage der Zeit ist, wann es zum nächsten Ausbruch der Krise kommen wird.

Da die heutigen und die künftigen Generationen diese Last offensichtlich tragen werden müssen, zwingen sich in diesem Zusammenhang unweigerlich auch Fragen nach Kontrollmechanismen in den zuständigen Institutionen, politischer und rechtlicher Verantwortung sowie Verteilungsgerechtigkeit auf. Diese Arbeit behandelt das Thema der Staatsschulden vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus und es kann auf Grund deren Umfangs nicht auf diese gesellschaftliche und soziale Dimension des Themas eingegangen werden, allerdings sind auch diese Fragen immer zu berücksichtigen bzw. im Hinterkopf zu behalten.

Auf Grund der Vielschichtigkeit vom Thema können in dieser Arbeit nur die wichtigsten grundlegenden Punkte zur Problematik der Staatsschulden herausgearbeitet werden. Im ersten Kapitel wird daher zuerst auf den Begriff der Staatsverschuldung und ihre verschiedenen Formen eingegangen. Danach werden die theoretischen Grundlagen zu wichtigsten Größen, an Hand deren die Entwicklung der Staatsschulden beurteilt wird, behandelt.

Im zweiten Kapitel wird ein Überblick über die wichtigsten Eckpunkte der EU-Politik zur Staatsverschuldung gegeben. Die wichtigsten Rechtsgrundlagen auf der EU-Ebene, die Grundsätze der Sparpolitik der EU und die sog. Basler III Vorschriften werden kurz dargestellt. Danach wird die Entwicklung der Staatsschulden auf der EU-Ebene, mit besonderem Bezug auf Österreich, an Hand der Kennzahlen beschrieben und analysiert. Im dritten und letzten Kapitel wird die Finanzrepression als ein Mechanismus zur Abbau staatlicher Schulden und damit möglicher Lösungsansatz dargestellt und kritisch beleuchtet.

# 1 Staatsverschuldung – Theoretische Grundlagen

*„Der Staatshaushalt muss ausgeglichen sein. Die öffentlichen Schulden müssen abgebaut, die Arroganz der Behörden muss gemäßigt und kontrolliert werden. Die Zahlungen an ausländische Regierungen müssen verringert werden, wenn der Staat nicht Bankrott gehen soll. Die Leute sollen wieder lernen zu arbeiten, statt auf öffentliche Rechnung zu leben.“*

*Marcus Tullius Cicero, 55 v. Chr.<sup>1</sup>*

## 1.1 Volkswirtschaftliche Bedeutung

Die Problematik der Staatsverschuldung, wie man es dem obigen Zitat von Cicero entnehmen kann, existiert in den Wirtschaftswissenschaften schon sehr lange. Zu Zeiten Ciceros wurde sie als Fluch betrachtet, da sie den Herrschern ermöglichte, über ihre Verhältnisse zu leben, was nicht selten im Staatsbankrott endete.<sup>2</sup> Über den Sinn und Zweck der Staatsverschuldung konnte man sich auch später nicht einigen. Deren unterschiedliche Bewertung spiegelt sich in den positiven und negativen Theorien der Staatsverschuldung wider.

Während die positiven Theorien die staatliche Verschuldung als Instrument der Wirtschaftspolitik rechtfertigen, wird sie von Vertretern der negativen Theorien abgelehnt. Von manchen ökonomischen Schulen wird sie als das schlimmste Übel für einen Staat bezeichnet. Zu den Vertretern der positiven Theorien zählt u.a. Lorenz von Stein (1871), der sich über die Staatsverschuldung folgendermaßen äußerte: *„ein Staat ohne Staatsschuld tut entweder zu wenig für seine Zukunft, oder er fordert zu viel von seiner Gegenwart“*.<sup>3</sup> Im Gegensatz dazu betrachtet sie David Ricardo (1951) als *„eine der schrecklichsten Geißeln, die je zur Plage einer Nation erfunden wurde“*.<sup>4</sup> Nach Adam Smith (1776) führt sie zur Schwächung des Staates: *„Die Politik der öffentlichen Verschuldung hat nach und nach jeden Staat geschwächt, der sich ihrer bedient hat“*.<sup>5</sup> Die positive Sichtweise der Staatsverschuldung hatte in der Vergan-

---

<sup>1</sup> Vgl. Wagschal (1996), S. 73.

<sup>2</sup> Vgl. Blankart (2008), S. 344-345.

<sup>3</sup> Vgl. Trouvain (1984), S.9.

<sup>4</sup> Vgl. Trouvain (1984), S.9.

<sup>5</sup> Vgl. Trouvain (1984), S.9.

genheit eher weniger Vertreter. Die Theorie von Keynes, mit dem Ansatz, dass eine verstärkte Verschuldung periodisch Wirtschaftswachstum beschleunigen kann, brachte einen Wandel im Umgang mit Staatsschulden und die Staatsverschuldung wurde, speziell in der Zeit zwischen 1930 und 1960, wieder „salonfähig“.<sup>6</sup>

## 1.2 Begriffserklärung

Um die Verschuldung eines Staates definieren zu können, muss zuerst der Staat als solches definiert werden. Der Sektor Staat setzt sich in Österreich gemäß ESVG 2010 (Europäischem System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen) aus vier staatlichen Einheiten und zwar: dem Bund (Zentralstaat), den Ländern, den Gemeinden und der Sozialversicherung.<sup>7</sup>

Als Grundlage für die im EU-Raum geltende Definition der staatlichen Verschuldung dient der Vertrag von Maastricht, mit dem im Jahr 1992 die Wirtschafts- und Währungsunion geschaffen wurde. Die Vorgaben des Maastricht-Vertrages bzgl. der Haushaltspolitik, sog. EU-Konvergenzkriterien des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, schreiben den EU-Mitgliedsstaaten eine Schuldenstandquote von unter 60 % des BIP und eine Defizitquote unter 3 % vor, andernfalls müssen die betreffenden Staaten bei Überschreiten dieser Grenzen eine durchschnittlich jährliche Reduktion der Überschreitung in Höhe von 5 % (1/20 Regel) leisten.<sup>8</sup>

Die konkrete Definition der Staatsverschuldung wurde vom Europäischen Rat durch die entsprechende Verordnung vorgegeben und lautet: „*Der öffentliche Schuldenstand*“ ist der Nominalwert aller am Jahresende ausstehenden Bruttoverbindlichkeiten des Sektors Staat, mit Ausnahme derjenigen Verbindlichkeiten, für die vom „Sektor Staat“ entsprechende finanzielle Gegenwerte gehalten werden“.<sup>9</sup>

Die Berechnung der Staatsverschuldung innerhalb der EU basiert auf dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, ESVG 2010, welches zur besseren Vergleichbarkeit der Volkswirtschaften der EU-Mitgliedsstaaten geschaffen wurde.<sup>10</sup> Dabei handelt es sich um ein einheitliches Rechnungssystem, das Kriterien

---

<sup>6</sup> Vgl. Blankart (2008), S. 344-345; und Brümmerhof (2011), S. 636-637.

<sup>7</sup> Vgl. Statistik Austria, o.S. [online].

<sup>8</sup> Vgl. HaushaltsSteuerung.de, Lexikon, Staatsschuldenquote, o.S. [online].

<sup>9</sup> Amtsblatt der Europäischen Union, Verordnung (EG) Nr. 479/2009 des Rates, o.S. [online].

<sup>10</sup> Vgl. OeNB, ESVG 2010, o.S. [online].

und Merkmale vorgibt, an Hand derer die Volkswirtschaften beschrieben und verglichen werden können. Seit dem Jahr 2014 sind alle EU-Mitgliedstaaten verpflichtet, die entsprechenden Daten an Eurostat i.S. der Vorgaben des ESVG 2010 zu übermitteln.<sup>11</sup>

Der Staat kann seine Ausgaben hauptsächlich aus Steuern und Abgaben oder sonstigen Einnahmen, die eher geringer ausfallen, finanzieren. Wenn diese Einnahmen des Staates nicht ausreichen, um die Ausgaben zu decken, muss sich der Staat verschulden, um die Mittel für die Ausgabenfinanzierung zu beschaffen. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die neuen Staatsschulden gleich nach den Steuern zur zweitwichtigsten Einnahmequelle des Staates zählen.<sup>12</sup> Da diese Schulden später inkl. Zinsen getilgt werden müssen, werden sie aber nur als vorläufige oder außerordentliche Einnahmen bezeichnet.<sup>13</sup> Grundsätzlich werden unter Staatsverschuldung i.w.S.: „...*Entscheidungen über den Umfang und die Zusammensetzung der Finanzierung der durch die Einnahmen nicht gedeckten Ausgaben in den genannten Haushalten der öffentlichen Hand ...*“ verstanden.<sup>14</sup>

Die OECD hat eine der EU ähnliche Definition der Staatsschulden und definiert sie als konsolidierte Bruttoverbindlichkeiten des Sektors Staat in Prozent des BIP bzw. die Summe aller gegen den Staat gerichteten Forderungen. Diese Definition verwendet der Begriff der *konsolidierten* Bruttoverbindlichkeiten, weil sich die Schulden zwischen unterschiedlichen staatlichen Ebenen ausgleichen, d.h. wenn ein Darlehen zwischen zwei staatlichen Einheiten existiert, wird es bei einer Ebene als Aktivposten und bei der anderen als Passivposten geführt, was auf der Staatsebene zur Aufhebung dieser Schulden (Konsolidierung) führt.<sup>15</sup>

Ferner ist der Unterschied zwischen zwei Verschuldungskonzepten, der Netto- und Bruttoverschuldung, von Bedeutung. Die Bruttoverschuldung beinhaltet alle finanziellen Verbindlichkeiten des Staates, aber berücksichtigt die finanziellen Vermögenswerte. Damit entspricht sie der Definition der Staatsschulden i.S. des Vertrages von Maastricht. Bei Nettoverschuldung werden die finanziellen Vermögenswerte und das

---

<sup>11</sup> Vgl. Europäische Union (2014), ESVG 2010, S. 1 ff.

<sup>12</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 7-8.

<sup>13</sup> Vgl. Brümmerhof, Büttner (2015), S. 555.

<sup>14</sup> Vgl. Ehrlicher (1981), S. 155.

<sup>15</sup> Vgl. OECD (2012), Staatsverschuldung, S. 232-233 [online].

Realvermögen des Staates, wie physische Vermögenswerte und Vermögen aus Beteiligungen, mit den Verbindlichkeiten aufgerechnet, wodurch die Nettoschulden deutlich geringer als Bruttoschulden ausfallen.<sup>16</sup>

### 1.3 Ziele und Funktionen der staatlichen Verschuldung

Das staatliche Verschuldungsmanagement verfolgt mit dem Instrument der öffentlichen Verschuldung vor allem das fiskalische Ziel der Mittelbeschaffung, wobei diese Mittel zum Ausgleich der kurzfristigen oder langfristigen Engpässe in öffentlichen Haushalten dienen. Darüber hinaus werden auch nicht-fiskalische Ziele verfolgt, was sich in der Stabilisierungs-, Überbrückungs- und Lastenverschiebungsfunktion der Verschuldung widerspiegelt.<sup>17</sup>

Die Stabilisierungsfunktion zeigt sich im Zusammenhang mit den Konjunkturzyklen. Sie findet ihren Ursprung in der Theorie von Keynes („*deficit spending*“), welche auf der Annahme der antizyklischen Fiskalpolitik basiert. Dieser Theorie zufolge soll der Staat in wirtschaftlich schwachen Phasen in die Wirtschaftsprozesse eingreifen, um die kontinuierliche wirtschaftliche Entwicklung sicherzustellen bzw. um die Wirtschaft zu stabilisieren. Mit anderen Worten soll der Staat in diesen Tiefphasen auf Kreditfinanzierung zurückgreifen, wodurch antizyklischen Defiziten entstehen, die dann laut Theorie von Keynes in wirtschaftlichen Hochphasen durch Überschüsse und Einsparungen abzubauen sind.<sup>18</sup>

Ein weiterer Grund für die Staatsverschuldung findet sich in der Überbrückungsfunktion oder sog. Steuerglättung („*tax smoothing*“). Diese beruht auf der Annahme, dass die Mehrausgaben des Staates in Krisensituationen kreditfinanziert werden sollten, damit die Steuersätze auf einem ökonomisch bestmöglichen Niveau erhalten bleiben und nicht dem jährlichen Finanzmittelbedarf angepasst werden müssen.<sup>19</sup> Dadurch kann die Zusatzbelastung, die aufgrund einer eventuellen Steuererhöhung entstehen würde, minimiert werden, und zwar, in dem der Staat die vorübergehenden, außerordentlichen Ausgaben z.B. durch Anleihen und nicht durch Steuererhöhung finanziert. Dabei ist von größter Bedeutung, dass die Schulden nicht dauerhaft, sondern nur in

---

<sup>16</sup> Vgl. BMF (2012), S. 6 [online].

<sup>17</sup> Vgl. Koch (2011), S. 52-59.

<sup>18</sup> Vgl. Koch (2011), S. 52-59.

<sup>19</sup> Vgl. Koch (2011), S. 52-59.

Krisenzeiten zur Überbrückung der Tiefphasen, steigen. Danach sollen sie zurückgebildet und aus Überschüssen abgebaut werden.<sup>20</sup>

Die Lastenverschiebungsfunktion („pay as you use“) besteht darin, dass die Lasten der staatlichen Investitionen über den gesamten Nutzungszeitraum aufgeteilt werden. Diese Funktion geht vom langfristigen Nutzen der staatlichen Investitionen aus, welcher über die Jahre verteilt wird, weswegen auch die aus diesen Investitionen entstandenen Schulden über Jahre und Generationen verteilt werden sollen.<sup>21</sup> In der Literatur werden der Staatsverschuldung noch andere Funktionen zugeschrieben, die jedoch eine weniger bedeutendere Rolle spielen und deswegen hier nicht näher erklärt werden.

## 1.4 Formen der Staatsverschuldung

Um die Wirkungen und Gefahren der Staatsverschuldung erklären zu können, muss vorab analysiert werden, wie sich der Staat verschuldet, für wie lange, bei wem und, vor allem, wer die Kosten dafür trägt.<sup>22</sup> Die Staatsschulden werden im Allgemeinen nach Kreditnehmern, Schuldenformen und Gläubigern unterschieden. Zudem differenziert man zwischen inländischer und ausländischer, impliziter und expliziter sowie konjunktureller und struktureller Verschuldung.

### 1.4.1 Kreditnehmer

Als öffentliche Kreditnehmer treten in der Republik Österreich hauptsächlich die Gebietskörperschaften Bund, Länder, Städte und Gemeinden auf. Neben Gebietskörperschaften werden dem Sektor Staat auch andere Einrichtungen zugerechnet, wobei die Klassifizierung zum Sektor Staat seit September 2014 für alle europäischen Mitgliederstaaten verpflichtend nach ESVG 2010 zu erfolgen hat. Unter öffentlichen Einrichtungen werden in Österreich jene Institutionen verstanden, die *„...in irgendeiner Form unter – wenn auch geringem – staatlichem Einfluss stehen und gleichzeitig in ihrer Leistungserstellung und Preissetzung nicht marktbestimmt sind, sowie ihre Kosten zu weniger als 50 Prozent aus eigenen Umsätzen decken können“*. Demnach zählen zum Sektor Staat neben den Gebietskörperschaften auch die Sozialversicherungsträger, 400 Institutionen mit eigener Rechtspersönlichkeit (AG, GmbH, Vereine,

---

<sup>20</sup> Vgl. Jordan (2011), S. 2-5 [online].

<sup>21</sup> Vgl. Koch (2011), S. 52-59.

<sup>22</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 20-22.

Verbände, Fonds, Universitäten, Fachhochschulen) und die Kammern. Die Zuordnung dieser Institutionen zu den Teilsektoren des Staates (Bund, Länder, Gemeinden, Sozialversicherungen) erfolgt in Abhängigkeit davon, von welchem Teilsektor die Kontrolle und Finanzierung größtenteils geleistet werden. Die Umstellung auf ESVG 2010 führte dazu, dass 23 öffentliche Krankenhäuser und drei Transportunternehmen (ÖBB Personen, ÖBB Infrastruktur und Wienerlinien) dem Sektor Staat zugerechnet werden.<sup>23</sup> Ebenso wurde aufgrund der Umstellung auf ESVG 2010 der Österreichische Rundfunk zum Sektor Staat dazugerechnet.<sup>24</sup> Als Träger der Schuldenpolitik beeinflussen sie durch ihr Handeln das Niveau und die Struktur der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung.

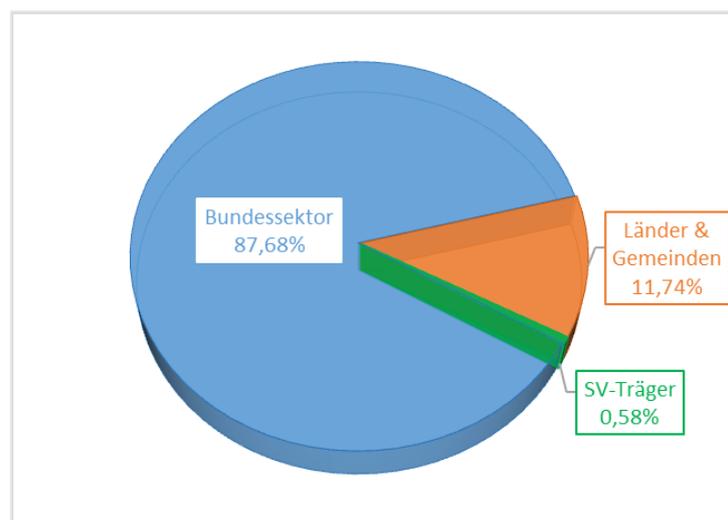


Abbildung 1: Verschuldung der öffentlichen Kreditnehmer, in % der Gesamtverschuldung, Österreich 2015  
 Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Statistik Austria: öffentlicher Schuldenstand nach Teilsektoren des Staates, o.S. [online]

Wie man der Abbildung entnehmen kann, ist der wichtigste Kreditnehmer in Österreich der Bund mit einem von über 85 % Anteil an der Gesamtverschuldung. Auf Länder und Gemeinden entfielen im Jahr 2015 11,74 % der Gesamtverschuldung, während die restliche Verschuldung den Sozialversicherungsträgern zuzurechnen ist. Von öffentlichen Einrichtungen waren an der Verschuldung des Bundessektors Ende 2014 am stärksten ÖBB, HETA, sowie KA Finanz AG beteiligt, wie man der folgenden Abbildung entnehmen kann.

<sup>23</sup> Vgl. Bundeskanzleramt Österreich, Öffentlicher Dienst, Internationaler Vergleich, o.S. [online].

<sup>24</sup> Vgl. Republik Österreich Parlament (2014), Umstellung auf das ESVG 2010 etc., S. 4-5 [online].

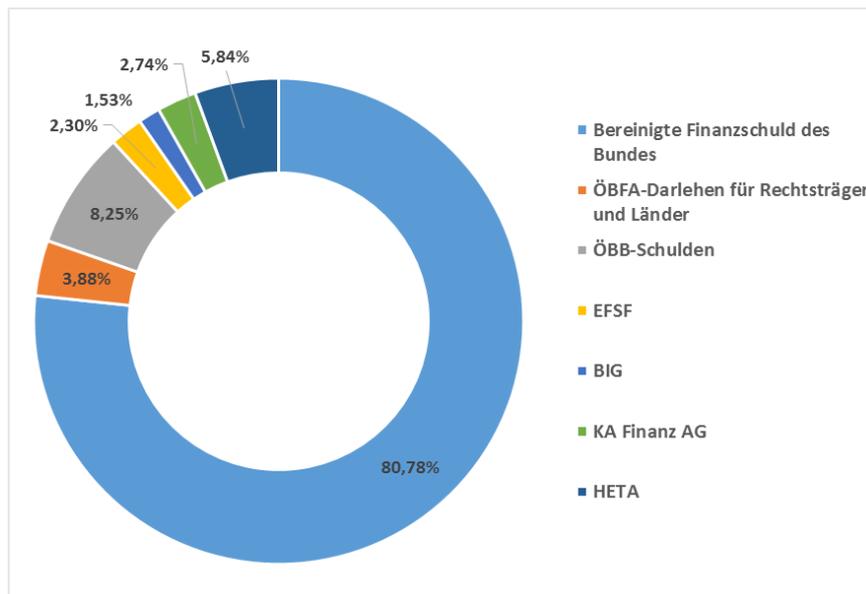


Abbildung 2: Verschuldung der öffentlichen Einrichtungen in % der Verschuldung des Bundes, Österreich 2014  
 Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus BMF (2015): Öffentliche Schulden, S.15

### 1.4.2 Schuldformen

Je nach Laufzeit, Liquidität, Tilgung und Zinsen bestehen diverse Schuldformen.

Die Laufzeit hat die bedeutendste Rolle bei der Differenzierung der Schuldformen.<sup>25</sup> Abhängig davon, ob die Schulden einen kurzen oder langen Zeithorizont aufweisen, unterscheidet man zwischen kurz- und langfristigen Schulden. Bei kurzfristiger Verschuldung verschafft sich der Staat die Finanzmittel am Geldmarkt, bei langfristigen am Kapitalmarkt. Der Geldmarkt umfasst jene Schuldtitel, deren Laufzeit bis zu einem Jahr beträgt, wie z.B. Schatzscheine, die gängigste Form der kurzfristigen Verschuldung seitens der Staaten. Im Gegensatz dazu werden am Kapitalmarkt langfristige Schuldtitel, wie z.B. Anleihe, Bundesobligationen und Bundesschatzbriefe mit einer Laufzeit von über einem Jahr, erworben.<sup>26</sup> Die bedeutsamste Rolle dabei haben die Anleihen, die mit einer Laufzeit von 10-30 Jahren emittiert werden und den größten Anteil der staatlichen Finanzierung darstellen.<sup>27</sup>

Wie aus der Abbildung 4 ersichtlich, besteht die österreichische Gesamtschuld großteils aus Anleihen, welche als Finanzierungsform des Staates im Zeitverlauf an Be-

<sup>25</sup> Vgl. Scherf (2007), S. 6 [online].

<sup>26</sup> Vgl. Halilovic (2012), S. 31-33.

<sup>27</sup> Vgl. Brümmerhof, Büttner (2015), S. 556-557.

deutung gewonnen haben. Dieser Anteil betrug laut OeNB im Jänner 2016 88,65 % der Gesamtschuld des Staates.

Je nachdem, ob die Schulden formlos übertragen werden, unterscheidet man zwischen titrierten und nicht titrierten Schulden. Die Anleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzscheine zählen zu titrierten, während Versicherungs- und Bankendarlehen, sonstige Kredite und Darlehen zu nicht titrierten Schulden. Ergänzend differenziert man zwischen Kassen- und Haushaltskrediten, sog. schwebenden und fundierten Schulden. Die ersteren dienen der Überbrückung von kurzfristigen Engpässen im staatlichen Haushalt, während mit Haushaltskrediten öffentliche Ausgaben mittel- bis langfristig finanziert werden.<sup>28</sup>

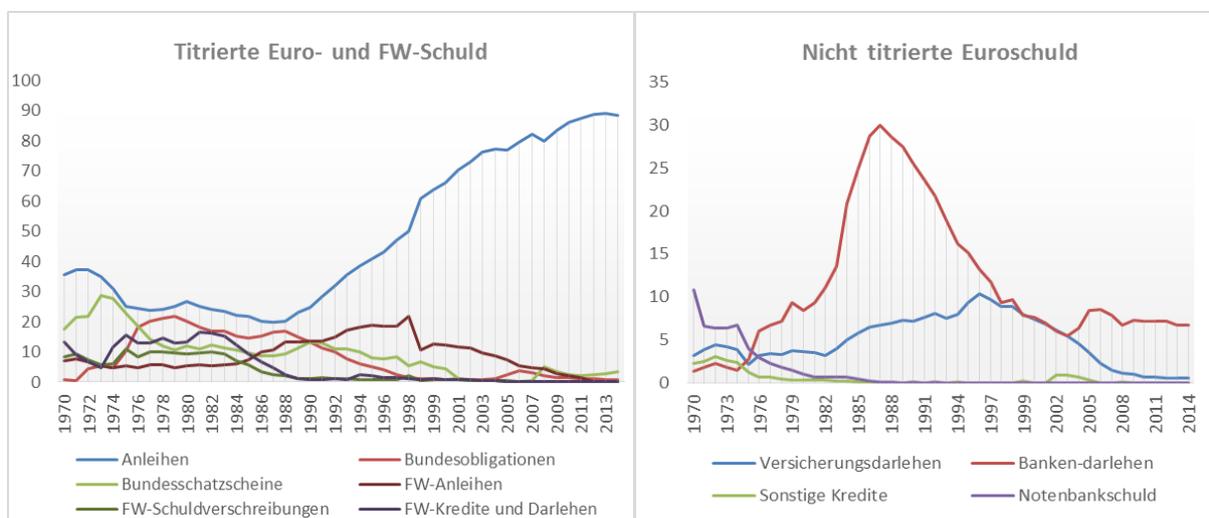


Abbildung 3: Anteilmäßige Entwicklung der Schuldformen an der Gesamtschuld (in %), 1970-2014  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus OeNB, Realwirtschaftliche Indikatoren, o.S. [online].

Eine weitere, weniger diskutierte, aber dennoch wichtige, Schuldform stellen die Eventualverbindlichkeiten dar, welche nur potenziell, beim Eintritt bestimmter Bedingungen, zu den Verbindlichkeiten des Staatssektors werden. Diese umfassen Garantien bzw. Bürgschaften des Staatssektors, Verbindlichkeiten der öffentlich-privaten Partnerschaften (ÖPP) und Verbindlichkeiten vom Staat kontrollierten, aber nicht im Staatssektor klassifizierten Einheiten, sowie notleidende Kredite. Bei Garantien (z.B. Bankgarantien) haftet der Staat beim Ausfall des Schuldners für den Schadenersatz. Die Verbindlichkeiten der ÖPP werden in der Bilanz des Staatssektors nicht ausgewiesen. Zu notleidenden Krediten zählen jene, bei welchen der Fälligkeitstermin der Zins- oder Tilgungszahlungen seit mindestens 90 Tagen verstrichen oder verschoben

<sup>28</sup> Vgl. Scherf (2007), S. 6-7 [online].

wurde, oder Gründe bestehen zu glauben, dass diese nicht erfüllt werden und zum Verlust für den Staat führen.<sup>29</sup>

Laut Eurostat beliefen sich die österreichischen öffentlichen Haftungen Ende 2014 auf 26,5 % des BIP. Im EU-Vergleich lag nur noch Griechenland mit einem Haftungsvolumen von 28 % des BIP schlechter. Bei notleidenden Krediten wies Österreich mit 2,15 % des BIP einen relativ niedrigen Wert im EU-Vergleich auf.<sup>30</sup> Wenn man die Garantie-Daten aus vorigeren Jahren betrachtet, ist hier eine rückläufige Tendenz beobachtbar. So gab es zwischen 2011 und 2014 eine Verringerung der staatlichen Garantien von ca. 20 Prozentpunkten des BIP (von 44,5 % auf 26,5 %).

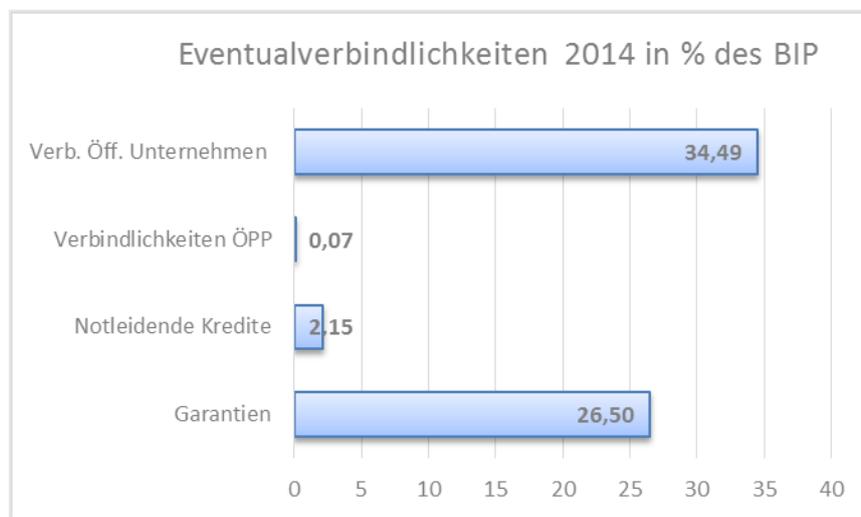


Abbildung 4: Eventualverbindlichkeiten Sektor Staat, Österreich 2014, in % des BIP

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Statistik Austria, Six Pack-Jahresindikatoren, o.S. [online]

Dies kann auf die Verringerung der automatisch ablaufenden Bankenhaftungen zurückgeführt werden, da der stärkste Rückgang bei Garantien im Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften ersichtlich ist. Im nicht finanziellen Sektor ist die Zahl der Garantien in diesem Zeitraum nur minimal gesunken.<sup>31</sup>

Im Zusammenhang mit den Eventualverbindlichkeiten kann der Fall der Hypo Alpe Adria Bank nicht unerwähnt bleiben. Es ist das bekannteste und größte Beispiel der staatlichen Haftungsübernahme der Zweiten Republik. Anfang der 90er Jahre wird die ehemalige Kärntner Landeshypothekenanstalt, die ursprünglich zu 100 % im Eigentum des Land Kärntens stand, in eine Aktiengesellschaft umgewandelt und in

<sup>29</sup> Vgl. Eurostat Pressemitteilung, 20/2016, o.S. [online].

<sup>30</sup> Vgl. Eurostat Pressemitteilung, 20/2016, o.S. [online].

<sup>31</sup> Vgl. Der Standard (2015), o.S. [online].

Hypo Alpe Adria Bank umbenannt, wobei das Land die Mehrheit der Aktien behielt. Auf das Betreiben des damaligen Bankvorstandes und mit tatkräftiger Unterstützung der damaligen politischen Führung des Landes wurde eine massive Expansion in den Balkanraum gestartet, um die Bank zu einem internationalen Bankkonzern zu machen. Das Land Kärnten hat zu diesem Zweck Haftungen in Milliardenhöhe übernommen. Im Gegenzug finanzierte die Bank einige teure Landesprojekte. Auf Grund der Misswirtschaft, enormer Anzahl an faulen Krediten, merkwürdigen Geschäften mit Mafia-Hintergrund etc. steht die Bank im Jahr 2009 vor der Insolvenz. Zu diesem Zeitpunkt betragen die Haftungen des Landes ca. 28 Mrd. Euro, das 10-fache des Landesbudgets. Da das Land Kärnten auf Grund der Haftungen vor der Insolvenz gestanden ist und an den Geschäften rund um Hypo noch andere Banken verwickelt waren, entschloss sich der Bund dazu, Hypo zu verstaatlichen und zahlte bis Ende 2013 4,3 Mrd. Euro als Staatshilfe ein. Im Jahr 2014 wird entschieden, Hypo in die Abwicklungsgesellschaft bzw. Bad Bank Heta umzuwandeln, die den notleidenden Teil zu verwerten hat. Auf Grund deren Bilanzsumme von 17 Mrd. Euro stieg im Jahr 2014 die Staatsschuldenquote von 74 % auf 80 % des BIP.<sup>32</sup>

Ein anderes Beispiel für die Verstaatlichung und darauffolgende Verwertung durch eine Bad Bank stellt die Kommunalkredit Austria AG dar, die wegen der Finanzkrise im Jahr 2007 und der Spekulationsgeschäfte vor dem Bankrott stand.<sup>33</sup> Sowohl bei Kommunalkredit<sup>34</sup> als auch bei der Hypo Alpe Adria Bank wurden Strafverfahren seitens der Staatsanwaltschaft eingeleitet. Insbesondere in Bezug auf Hypo ist eine vollständige Aufklärung der Vorgänge und der politischen Verantwortung nicht erfolgt.<sup>35</sup>

### 1.4.3 Gläubigerstruktur

Die Gläubigerstruktur stellt ein zentrales Merkmal der staatlichen Verschuldung dar und behandelt die Frage, bei wem sich der Staat verschuldet, bei Banken oder Finanzinstitutionen, bei privaten Haushalten oder Unternehmen, im Inland oder Ausland. Sie kann einerseits vom Staat unmittelbar beeinflusst werden, z.B. durch Begrenzung des Erwerbs von bestimmten Schuldtiteln auf bestimmte Gläubigergrup-

---

<sup>32</sup> Vgl. Die Presse.com: Milliardengrab HYPO: ein Drama in fünf Akten, o.S. [online].

<sup>33</sup> Vgl. Nikbakhsh, M./ Redl, J. in profil.at (2008): Debakel bei der Kommunalkredit: Bank verstaatlicht und Vorstand gefeuert, o.S. [online].

<sup>34</sup> Vgl. Wien.ORF.at (2014): Kommunalkredit-Prozess mit „Sündenbock“, o.S. [online].

<sup>35</sup> Vgl. Die Presse.com: Milliardengrab HYPO: ein Drama in fünf Akten, o.S. [online].

pen, andererseits kann sie stark von der Schuldf orm abhängen. So richten sich z.B. Schuldscheindarlehen eher an Großanleger, während kurzfristige Kredite vor allem für Kreditinstitute vom Interesse sind.<sup>36</sup>

In der Abbildung 5 ist die Gläubigerstruktur Österreichs dargestellt, welche zum Großteil aus ausländischen Gläubigern besteht.<sup>37</sup> Bemerkenswert ist, dass die Verschuldung bei ausländischen Gläubigern im Zeitraum von 1995-2014, von 30 %<sup>38</sup> auf 77,5 % angestiegen ist. Diese Entwicklung ist vor allem auf die Internationalisierung der Finanzmärkte, aber auch auf die Einführung von ESVG 2010 zurückzuführen, da dadurch die Wertpapieremissionen aus dem Unternehmenssektor dem Sektor Zentralstaat zugeordnet wurden. 80 % der konsolidierten Emissionen aus dem Unternehmenssektor waren im Besitz der ausländischen Gläubiger.<sup>39</sup> An dieser Stelle ist wichtig zu erwähnen, dass 90 % der österreichischen Finanzschulden fungibel sind, d.h. sie können jederzeit den Besitzer wechseln.<sup>40</sup> Laut dem Bericht über die öffentlichen Finanzen des Fiskalrats erhöhte sich im Jahr 2014 der Anteil der ausländischen Gläubiger an der Staatsschuld um 1 % gegenüber dem Vorjahr, was u.a. mit der *HE-TA Asset Resolution AG* und damit verbundenen Gründung der „*Bad Bank*“ der *Hypo Alpe Adria*, zu erklären ist.<sup>41</sup>

Aus den Daten der Eurostat geht hervor, dass innerhalb der EU im Jahr 2014 nur noch Norwegen, Finnland und Lettland einen höheren Staatsschuldenanteil in ausländischem Besitz hatten.<sup>42</sup> Österreich weist im Vergleich zu anderen EU-Staaten somit einen sehr hohen Anteil an Kreditverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Investoren auf. Die größte Gläubigergruppe befindet sich im Ausland, wie man unterer Abbildung entnehmen kann. Diese wird von inländischen Banken gefolgt, deren Gläubigeranteil an den Gesamtschulden Österreichs Ende 2014 16,6 % betrug. Vor allem für die staatlichen Subsektoren der Länder und der Gemeinden ist die Gläubigerstellung der Banken von großer Bedeutung, da sie Ende 2014 zu 80 % bei inlän-

---

<sup>36</sup> Vgl. Scherf (2007), S. 8 [online].

<sup>37</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht über die öffentlichen Finanzen 2014, S. 57 ff. [online].

<sup>38</sup> Vgl. Wallner (2011), S. 18 ff. [online].

<sup>39</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht über die öffentlichen Finanzen 2014, S. 57 ff. [online].

<sup>40</sup> Vgl. Bundesministerium für Finanzen (2012), S.20 [online].

<sup>41</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht über die öffentlichen Finanzen 2014, S. 57 ff. [online].

<sup>42</sup> Vgl. Eurostat, General government gross debt by sector of debt holder, o.S. [online].

dischen Banken verschuldet waren. Den niedrigsten Gläubigeranteil wiesen die inländischen Investmentfonds, sonst. Finanzinstitute und die Privatanleger auf.<sup>43</sup>

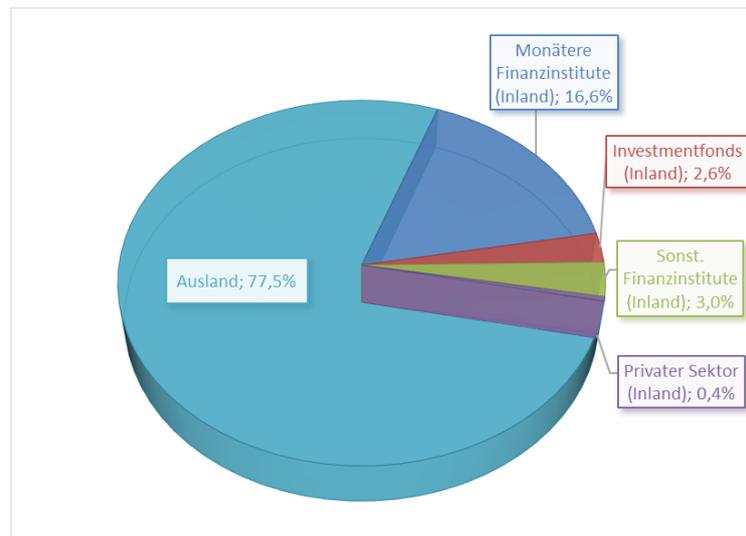


Abbildung 5: Gläubigerstruktur der Staatsschuld gemäß Maastricht, Österreich 2014

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Fiskalrat (2015): Bericht über die öffentlichen Finanzen 2014, S. 57

#### 1.4.4 Inländische vs. Ausländische Verschuldung

Je nachdem, ob sich der Staat im Inland oder Ausland verschuldet und wer die Gläubiger dieser Schulden sind, wird zwischen inländischer bzw. interner und ausländischer bzw. externer Staatsverschuldung unterschieden. Bei der inländischen Staatsverschuldung leiht sich der Staat das Geld im Inland und in inländischer Währung, von seinen eigenen Bürgern oder lokalen Banken, aus.<sup>44</sup> Der Staat kann um dieses zurückzuzahlen, die Steuern erhöhen und somit Schulden aus Steuereinnahmen begleichen, da die Steuern in inländischer Währung gezahlt werden.<sup>45</sup> Bei inländischer Verschuldung, wie die Abbildung 6 verdeutlicht, erhält der Staat das Geld von inländischen Banken und Versicherungen, die es wiederum aus privaten Ersparnissen oder nicht ausgeschütteten und angelegten Unternehmensgewinnen erhalten. Vereinfacht betrachtet, hat man innerhalb einer Volkswirtschaft auf der einen Seite die Schulden des Staates und auf der anderen das Vermögen der Kreditgeber, wodurch sich die beiden auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene ausgleichen. Dementspre-

<sup>43</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht über die öffentlichen Finanzen S. 57 ff. [online].

<sup>44</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2010), S.104-114.

<sup>45</sup> Vgl. Beck, Prinz (2012), S. 8-10.

chend kann man bei inländischer Verschuldung die Gesellschaft gleichzeitig als Kreditgeber und Schuldner betrachten.<sup>46</sup>

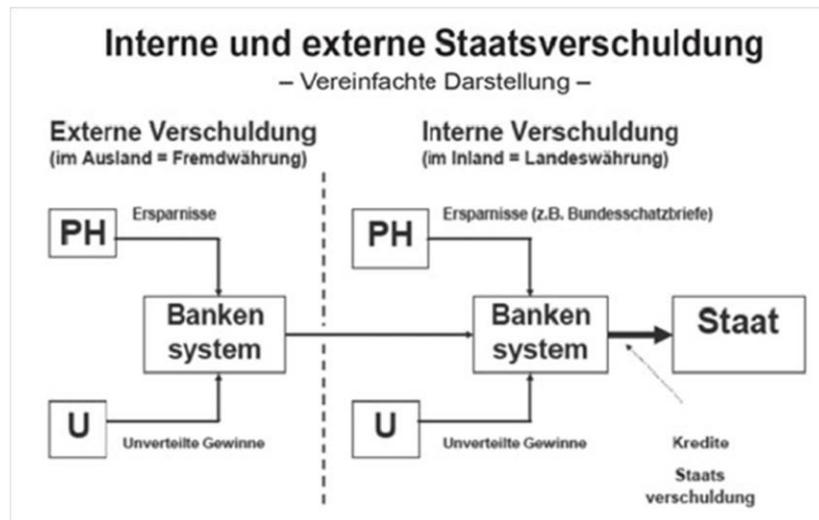


Abbildung 6: Ausländische vs. Inländische Verschuldung

Quelle: Adam (2015), S.173

Die ausländische bzw. externe Staatsverschuldung ist jedoch problematischer, weil sich der Staat an ausländischen Finanzmärkten und meistens in fremder Währung verschuldet. Die ausländischen Kreditgeber kaufen die inländischen Schuldtitel, z.B. die österreichischen Staatspapiere und kreditieren auf diesem Wege den österreichischen Staat. Der Verkauf dieser Wertpapiere beginnt bei den Banken im Ausland, die es anschließend an eine österreichische Bank im Inland überweisen, wodurch das Geld im inländischen Bankensystem endet. Wenn das ausländische Geld außerhalb des Euro-Raums kommt, muss zusätzlich die Fremdwährung in Euro umgetauscht werden, während die jährlich zu tilgenden Zinsen in der jeweiligen Fremdwährung zu leisten sind. Bei der Fälligkeit des Staatspapiers muss auch der Tilgungsbetrag in der Fremdwährung verfügbar sein. Dies bedeutet, dass ausreichend Geld in der ausländischen Währung bei der Notenbank verfügbar sein muss, um diese Schulden tilgen zu können. Dies wäre vor allem für ein Land problematisch, das die Exporte nicht in entsprechender Höhe tätigt und somit nicht über ausreichende Zahlungsmittel verfügt. In einem solchen Fall wäre eine starke wirtschaftliche Abhängigkeit des Staates die Folge.<sup>47</sup>

<sup>46</sup> Vgl. Adam (2015), S. 172-176.

<sup>47</sup> Vgl. Adam (2015), S. 172-176.

Die ausländische Verschuldung ist in der Öffentlichkeit mehr präsent, da sie in der Vergangenheit öfters zu Staatsinsolvenzen führte. Dennoch betonen Ökonomen Reinhart und Rogoff in deren Studie „This time is different“ (2008), dass man die Inlandsschulden nicht vernachlässigen darf, da sie, sowohl bei den Industriestaaten als auch bei den Schwellenländern, einen großen und wichtigen Teil der Gesamtverschuldung ausmachen (im Zeitraum zw. 1900-2006 bewegte sich dieser Anteil zwischen 40 und 80 %). Demnach sollte bei der Einschätzung der Tragfähigkeit der Auslandsschulden die Höhe der Inlandsschulden berücksichtigt werden, da die Mitteln für die Zurückzahlung der beiden Schuldenarten aus gleichem ‚Topf‘ kommen müssen.<sup>48</sup>

Die Zahlungsausfälle sind aufgrund der Inlandsschulden eher seltener, sind aber sehr wohl möglich. So gab es in den letzten 200 Jahren von 250 Zahlungsausfällen 70, die auf Grund einer Inlandsschuldenkrise entstanden sind. Als ein Beispiel dafür kann Argentinien genannt werden, in dem es im kurzen Zeitraum, zwischen 1982 und 2001, dreimal zu einer Inlandsschuldenkrise gekommen ist. Aus der gleichen Studie geht hervor, dass bei der Mehrheit der 250 Auslandsschuldenkrisen hohe Inlandsschulden zu verzeichnen waren. Bei fast allen beobachteten Ländern, außer Lateinamerika, betragen die Auslandsschulden weniger als die Hälfte der Gesamtschulden.<sup>49</sup>

In Bezug auf Inlandsschulden ist bedeutend, dass diese in den Jahren vor einer Auslandsschuldenkrise parallel zu den Auslandsschulden stiegen, und zwar in einem fast gleichen Tempo wie die Auslandschulden. Aber nach einer Auslandsschuldenkrise tritt das Problem mit Inlandsschulden noch stärker hervor. Der Staat ist aufgrund der durch die Auslandskrise bedingten Ausgeschlossenheit der Kapitalmärkte fast dazu gezwungen, die Inlandsschulden noch mehr anzuhäufen. Aus diesem Grund steigen die Inlandsschulden nach einer Auslandsschuldenkrise noch intensiver als davor. Eine weitere Besonderheit der Inlandsschulden ist die Möglichkeit, deren Inflationierung bzw. Senkung der Staatsschulden aufgrund des inflationsbedingten Wertverlustes. Dieser Umstand kann für die betroffene Regierung ein Anreiz sein, die Inflation steigen zu lassen. Auf den Inflationsanreiz und die Inflationsauswirkungen wird im Kapitel 3 näher eingegangen.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2008), S. 9-13, 36-39, 73-84 [online]; und Reinhart, Rogoff (2010), S. 104-119, 171-203.

<sup>49</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2008), S. 9-13, 36-39, 73-84 [online]; und Reinhart, Rogoff (2010), S. 104-119, 171-203.

<sup>50</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2008), S. 9-13, 36-39, 73-84 [online]; und Reinhart, Rogoff (2010), S. 104-119, 171-203.

Obwohl die Auslandsschulden den Inlandsschulden nicht entsprechen, sollte man laut Reinhart und Rogoff, auch ihnen eine große Bedeutung beimessen, denn die meisten Zahlungsausfälle passieren schon lange bevor es zum Staatsbankrott kommt.<sup>51</sup>

#### 1.4.5 Explizite vs. Implizite Verschuldung

Eine weitere wichtige Unterteilung der Staatsschulden erfolgt in explizite und implizite Schulden.<sup>52</sup> Bei den expliziten Schulden handelt es sich um die sog. offenen Schulden, die aus emittierten Staatsanleihen oder aufgenommenen Bankkrediten entstehen und in der öffentlichen Buchhaltung ausgewiesen sind. Somit kann man die Höhe dieser Schulden und damit verbundene zukünftige Zahlungsverpflichtungen eindeutig bestimmen, weshalb sie als sichere Verbindlichkeiten eingestuft werden. Zu den expliziten Staatsschulden zählen auch noch die Eventualverbindlichkeiten.<sup>53</sup>

Die impliziten Staatsschulden stellen die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen des Staates dar, welche in der öffentlichen Buchhaltung nicht ausweisbar sind und deren Höhe nicht eindeutig bestimmbar ist, wie z.B. die Höhe der künftigen Renten- und Sozialzahlungen oder anderer gesetzlichen Verpflichtungen.<sup>54</sup> Da solche künftige Zusagen seitens des Staates nur zum Teil aus gegenwärtigen Beiträgen und Steuern gedeckt sind, wird der nicht gedeckte Teil dieser Zusagen durch neue Schuldenaufnahme in der Zukunft finanziert werden müssen, was wiederum zu Lasten der künftigen Generationen fällt. Die Abschätzung dieser Schulden erfolgt mittels sog. Generationenbilanz, bei welcher die künftig erwarteten Ausgaben von den künftig erwarteten Einnahmen abgezogen und auf den heutigen Barwert abgezinst, sowie anschließend auf die Altersjahrgänge der Bevölkerung aufgeteilt werden. Demnach stellt die implizite Staatsverschuldung „*alle künftigen, heute noch unsichtbaren Haushaltsdefizite*“ dar.<sup>55</sup>

Die implizite Staatsverschuldung ist vor allem deswegen schwer abschätzbar, da sie von verschiedenen Faktoren abhängt und durch unterschiedliche Reformen des Staates in der Zukunft unmittelbar beeinflusst werden kann, wie z.B. Reformen der

---

<sup>51</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2008), S. 9-13, 36-39, 73-84 [online]; und Reinhart, Rogoff (2010), S. 104-119, 171-203.

<sup>52</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 8.

<sup>53</sup> Vgl. Deppenheuer (2014), S. 24-26.

<sup>54</sup> Vgl. Deppenheuer (2014), S. 24-26.

<sup>55</sup> Vgl. Gründinger (2013), S.2, [online].

Sozialsysteme.<sup>56</sup> Gemäß den aktuellen Generationenbilanzen ergibt ihr Indikator, die sog. Nachhaltigkeitslücke, die aus zusammenaddierten impliziten und expliziten Schulden besteht, sehr hohe Gesamtschulden sowohl für Österreich als auch EU-weit. Denn die prognostizierte Nachhaltigkeitslücke aus dem Jahr 2015 bzw. die Höhe der Gesamtschulden (Summe aus expliziten und impliziten Schulden) von Österreich betrug 221 % des BIP. Dabei waren die impliziten Schulden fast um das Doppelte höher als die expliziten, d.h. der österreichische Staat müsste zu den schon bestehenden Schulden von ca. 84 % des BIP noch zusätzliche Mittel in Höhe von ca. 137 % des BIP an Kapitalmärkten aufnehmen, um die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen zu finanzieren.<sup>57</sup>

Aus der Abbildung 7 geht hervor, dass die expliziten Schulden in Österreich in letzten Jahren angestiegen, während die impliziten gesunken sind, was auf die Konsolidierungsmaßnahmen seitens EU zurückzuführen ist. Dennoch besteht sowohl in Österreich als auch in der EU ein großes Schuldenproblem, welches aus sehr hohen Schuldenzahlen europaweit zu erkennen ist. Dies ist einerseits auf das nicht nachhaltige Handeln der öffentlichen Haushalte und andererseits auf die Folgen der demographischen Entwicklung, sprich der angestiegenen Lebenserwartung und niedrigen Geburtenraten, zurückzuführen.<sup>58</sup>

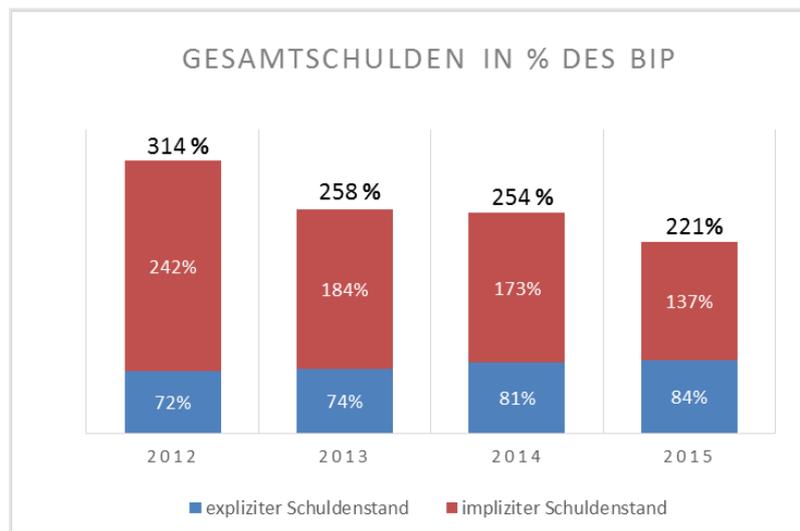


Abbildung 7: Effektive Staatsschulden lt. Generationenbilanz

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Stiftung Marktwirtschaft (2015), o.S. [online]

<sup>56</sup> Vgl. Deppenheuer (2014), S. 26.

<sup>57</sup> Vgl. Stiftung Marktwirtschaft (2015), o.S. [online].

<sup>58</sup> Vgl. Stiftung Marktwirtschaft (2015), o.S. [online].

Ein weiterer Faktor, der die Höhe der impliziten Schulden beeinflussen könnte, ist die Flüchtlingsaufnahme. Neben der gegenwärtigen Kosten für die Flüchtlingsaufnahme, die sich für das Jahr 2015 auf 0,7 Milliarden Euro beliefen<sup>59</sup>, müssen auch die heute noch nicht voraussehbaren Kosten, also implizite Schulden, berücksichtigt werden. Diese werden sich vor allem durch die Integration der Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt ergeben. Laut der Prognose der Stiftung Marktwirtschaft sollen die Gesamtschulden Deutschlands bei einer 6-jährigen Integration in den Arbeitsmarkt von bis 2018 prognostizierten 2 Millionen Flüchtlingen um 32 % des BIP steigen. Um diese auszugleichen, müsste der deutsche Staat entweder alle staatlichen Ausgaben um 1 % senken oder Steuern und Abgaben um 1,5 % erhöhen, oder sich weiter verschulden. Die Geschwindigkeit der Integration in den Arbeitsmarkt spielt eine wichtige Rolle, denn je schneller sie wäre, desto niedriger wären die Kosten und somit die Schulden des Staates.<sup>60</sup> Die Prognose der Integrationskosten für Österreich für den Zeitraum zwischen 2015 und 2017 beläuft sich lt. Nationalbank auf 2,7 Milliarden Euro, davon nur für das Jahr 2016 auf 1 Milliarde Euro (ca. 0,3 % des BIP). Die Flüchtlingsaufnahme wird aber auch positive Nebeneffekte auf das Wirtschaftswachstum haben. Man spricht von Sonderkonjunktur für bestimmte Sektoren, vor allem für die Baubranche.<sup>61</sup>

#### **1.4.6 Konjunkturelle vs. Strukturelle Verschuldung**

Für die detaillierte Analyse der staatlichen Verschuldung ist es ebenfalls wichtig zu unterscheiden, welche Ursachen zur staatlichen Verschuldung bzw. zu Defiziten geführt haben. Diese Unterscheidung ist vor allem dann wichtig, wenn man über die Notwendigkeit der Defizitentstehung nachdenkt, ob ihre Quelle in der wirtschaftlichen Situation oder in den politischen Ausgabenentscheidungen liegt. Daher wird zwischen der konjunkturell und strukturell bedingten Verschuldung bzw. zwischen konjunkturellen und strukturellen Defiziten unterschieden.

##### **1.4.6.1 Konjunkturelles vs. Antizyklisches Defizit**

Das konjunkturelle Defizit wird in konjunkturelles und antizyklisches Defizit unterteilt. Das konjunkturelle Defizit bezieht sich auf das Defizit im engeren Sinne. Dieses ergibt sich einerseits aus den Mindereinnahmen aufgrund der konjunkturbedingten

---

<sup>59</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht zur Einschätzung der Budgetentwicklung 2015-2016, S., 21-22 [online].

<sup>60</sup> Vgl. Stiftung Marktwirtschaft (2015), o.S. [online].

<sup>61</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht zur Einschätzung der Budgetentwicklung 2015-2016, S. 27 [online].

Unterauslastung der Produktionskapazitäten und andererseits aus den Mehrausgaben für die Unterstützung der Arbeitslosen. Die konjunkturellen Defizite beziehen sich auf die Differenz zwischen Mindereinnahmen und Mehrausgaben in Krisenzeiten, die dann durch neue Verschuldung bzw. Defizite finanziert werden. Unter konjunkturellem Defizit im weiteren Sinne wird das antizyklische Defizit verstanden. Das antizyklische Defizit entsteht nicht automatisch, aufgrund der Unterauslastung, sondern durch das gezielte Eingreifen des Staates in die Wirtschaftsprozesse, um die Stabilisierung in den Konjunkturphasen zu gewährleisten. Das antizyklische Defizit bezieht sich daher ausschließlich auf kreditfinanzierte, konjunkturpolitische und antizyklische Stabilisierungsmaßnahmen des Staates.<sup>62</sup>

#### *1.4.6.2 Strukturelles Defizit*

Das strukturelle Defizit wird als um den konjunkturellen Einfluss bereinigtes Finanzierungssaldo definiert.<sup>63</sup> Dementsprechend wird unter dem strukturellen Defizit derjenige Teil der Staatsverschuldung verstanden, der auch dann bestehen bleibt, wenn sich die Wirtschaftssituation stabilisiert oder zumindest an die Normalauslastung angenähert hat. Man spricht also von einem dauerhaft negativen Finanzierungssaldo, der sich aus dem künftigen Ausgabenplan und der gegenwärtigen Steuerstruktur ergibt. Ferner wird, bei Normalauslastung der Produktionsfaktoren, die gesamte Nettoneuverschuldung als strukturelles Defizit angesehen.<sup>64</sup> Die Bereinigung des strukturellen Defizits bezieht sich sowohl auf Einmaleffekte, wie z.B. Bankenrettungspakete (z.B. für die Hypo Alpe Adria<sup>65</sup>), als auch auf die Sondereinnahmen (Veräußerung von Lizenzen, z.B. Telekom-Lizenz<sup>66</sup>) wie auch auf die Bereinigung der konjunkturellen Effekten. So ein bereinigtes Defizit hat dann höhere Aussagekraft als das übliche Defizit und wird deswegen als Nachhaltigkeitsindikator zur Beurteilung der Staatsfinanzen herangezogen.<sup>67</sup>

Neben dem Maastricht-Defizit von 3 % spielt das strukturelle Defizit, vor allem seit der Geltung des Fiskalpaktes (siehe Abschnitt 2.1), eine wichtige Rolle in der Wirtschafts- und Fiskalpolitik innerhalb der EU. Da dieses Defizit nicht unmittelbar aus

---

<sup>62</sup> Vgl. Finger (2001), S. 15-17.

<sup>63</sup> Vgl. Finger (2001), S.16 ff..

<sup>64</sup> Vgl. Ehrlicher (1991), S. 21-23.

<sup>65</sup> Vgl. Feigl, Marterbauer (2014), S. 3 ff. [online].

<sup>66</sup> Vgl. Feigl, Marterbauer (2014), S. 3 ff. [online].

<sup>67</sup> Vgl. Feigl, Marterbauer (2014), S. 2 ff. [online].

dem Budget abgeleitet werden kann, basiert seine Berechnung am Modell der Europäischen Kommission und sieht wie folgt aus<sup>68</sup>:

$$\begin{aligned} & \text{„Maastricht-Defizit} \\ & \text{+/- Einmaleffekte} \\ & \underline{\text{+/- Konjunkturreffekt auf den Budgetsaldo}} \\ & = \text{Struktureller Budgetsaldo}^{\text{69}} \end{aligned}$$

Das strukturelle Defizit ist somit nichts Anderes als bereinigtes Maastricht-Defizit. Da es sich beim strukturellen Defizit grundsätzlich um die Diskrepanz zwischen den Ein- und Auszahlungen handelt, kann dieses nur durch Konsolidierungsmaßnahmen, welche sich auf die Ein- oder Ausgaben-Struktur beziehen, abgebaut werden, nicht aber durch stärkeres Wirtschaftswachstum. Daher stellt das strukturelle Defizit einen der zentralen Indikatoren für die Budgetkonsolidierung EU-weit dar.<sup>70</sup>

Gemäß den Vorgaben des Stabilitätspaktes darf Österreich im Rahmen des mittelfristigen Haushaltsziels bis 2017 ein strukturelles Defizit von maximal 0,45 % des BIP, wovon 0,35 % auf den Bund entfallen, erreichen. Ab 2017 ist für Österreich eine Höchstgrenze des strukturellen Defizites von 0,5 % des BIP vorgesehen<sup>71</sup>, aber laut den Prognosen wird es nicht möglich sein, diese einzuhalten. Schon im Jahr 2015 lag das strukturelle Defizit in Österreich bei knapp 0,5 % des BIP. Es kann sich aufgrund der Steuerreform in den nächsten Jahren, vor allem 2016 und 2017, nur eher verschlechtern als verbessern. Laut Prognosen wird dabei von einer bedeutsamen Verschlechterung ausgegangen und zwar von weiteren 0,5 % des BIP. Folglich wird das strukturelle Defizit Ende 2016 auf ca. 1 % des BIP prognostiziert, womit das geplante Defizit gemäß den EU-Vorgaben von höchstens 0,45 % des BIP für Österreich 2016 nicht erreicht werden kann. Die Erreichung dieses Ziels wird erst für 2019 prognostiziert.<sup>72</sup>

---

<sup>68</sup> Vgl. Republik Österreich, Parlament (2014): Administratives Defizit etc., S. 1 ff. [online].

<sup>69</sup> Vgl. Republik Österreich, Parlament (2014): Administratives Defizit etc., S. 7 [online].

<sup>70</sup> Vgl. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft (2015), S. 8-9 [online].

<sup>71</sup> Vgl. Republik Österreich, Parlament (2014): Administratives Defizit etc., S. 2 ff. [online].

<sup>72</sup> Vgl. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft (2015), S. 9-28 [online].

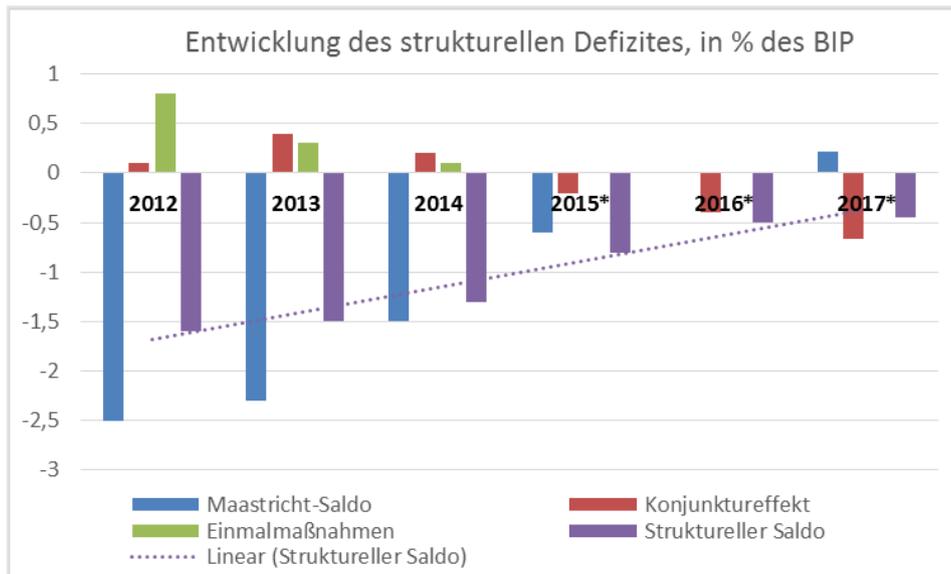


Abbildung 8: Entwicklung des strukturellen Defizites, Österreich, in % des BIP

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Republik Österreich, Parlament (2014): *Administratives Defizit Maastricht-Defizit und strukturelles Defizit*, S.9 [online]

Obwohl das strukturelle Defizit, als bereinigte Größe, im Vergleich zu anderen Indikatoren, zur Ableitung der Konsolidierungsmaßnahmen besser geeignet ist, wird es in der Praxis, vor allem aufgrund methodischer Schwierigkeiten, kritisiert. Ein problematischer Punkt ist, dass dieses Defizit nicht direkt beobachtbar ist, weswegen seine Berechnung auf theoretischen Annahmen und Schätzwerten basiert. Außerdem gibt es keine klare Abgrenzung der Einmalmaßnahmen und die Indikatorwerte können stark anhand unterschiedlicher Wirtschaftsprognosen variieren. Als ein weiterer Kritikpunkt wird die Verwendung verschiedener Datenquellen angeführt, weshalb ungleiche Ergebnisse entstehen, obwohl die gleiche Rechenmethodik verwendet wird.<sup>73</sup> Ebenfalls kritisiert wird die mangelnde Analyse der länderspezifischen Defizitursachen, denn die Defizite in der EU entstehen vom Land zu Land unterschiedlich und sind somit unterschiedlich zu beurteilen wie auch zu bekämpfen.<sup>74</sup>

## 1.5 Kennzahlen zur Beurteilung der Entwicklung von Staatsschulden

In der Literatur werden diverse Kennzahlen verwendet, die eine Analyse der öffentlichen Schulden ermöglichen. Auf Grund des Maastricht-Vertrages wird der Defizit- und Staatsschuldenquote dabei die größte Bedeutung zugeschrieben. Zu weiteren

<sup>73</sup> Vgl. Republik Österreich, Parlament (2014): *Administratives Defizit etc.*, S. 9 ff. [online].

<sup>74</sup> Vgl. Schrooten (2012), S. 1 ff. [online].

wichtigen Kennzahlen zählen noch Primärsaldo, Zins-Steuer-Quote und Zins-Abgaben-Quote.<sup>75</sup>

Um die Kennzahlen erläutern zu können, sind zuerst die beiden Begriffe, die Nettoneuverschuldung (Haushaltsdefizit) und Gesamtverschuldung (Schuldenstand), abzugrenzen, weil sich daraus die zwei wichtigsten Indikatoren bzw. Kennzahlen für die Beurteilung der Staatsschulden ergeben. Die Nettoneuverschuldung wird nach Blankart als Lücke zwischen den laufenden staatlichen Ausgaben und laufenden staatlichen Einnahmen aus Steuern und sonstigen Einnahmequellen, die dann mit Aufnahme neuer Schulden überbrückt werden muss, definiert<sup>76</sup> und stellt eine entscheidende Größe für die ökonomischen Wirkungen der Staatsverschuldung dar<sup>77</sup>. Mit der Nettoneuverschuldung wird das jährliche Haushaltsdefizit eines Staates dargestellt. Der Schuldenstand dagegen beinhaltet alle Nettoneuverschuldungen aus der Vergangenheit und drückt somit die Gesamtschulden eines Staates aus.<sup>78</sup>

Das Haushaltsdefizit steht in einem engen Zusammenhang mit dem Schuldenstand, da seine jährliche Erhöhung zum Schuldenstand hinzugerechnet wird und sich somit unmittelbar auf die Höhe des Schuldenstandes auswirkt. Beim Budgetdefizit (Nettoneuverschuldung) handelt es sich um eine Stromgröße, da sich dieses Defizit nur auf eine bestimmte Periode, i.d.R. ein Jahr, bezieht, während der Schuldenstand eine Bestandsgröße darstellt. Da diese beiden Größen in absoluten Zahlen ausgedrückt werden, ist es schwer anhand derer zu beurteilen, wie die Staatsverschuldung des betrachteten Landes zu bewerten ist. Um zu aussagekräftigen und international vergleichbaren Zahlen zu kommen, müssen diese Größen ins Verhältnis zur Leistungsfähigkeit eines Landes bzw. zum BIP gesetzt werden, woraus sich die Staatsschulden- und Defizitquote ergeben.<sup>79</sup> Diese sind die zwei wichtigsten Indikatoren für die Beurteilung der Tragbarkeit und der Grenzen der Staatsverschuldung.

---

<sup>75</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 37.

<sup>76</sup> Vgl. Blankart (2008), S. 327 ff..

<sup>77</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 20.

<sup>78</sup> Vgl. Blankart (2008), S. 327 ff..

<sup>79</sup> Vgl. Scherf (2007), S. 8 [online].

### 1.5.1 Staatsschuldenquote (Schuldenstandquote)

Die Staatsschuldenquote zeigt, inwiefern ein Staat fähig ist, seine Schulden zu bedienen und beruht auf der Annahme, dass ein Land mit höherer Wirtschaftsleistung mehr Schulden verkraften kann.<sup>80</sup>

### 1.5.2 Defizitquote

Die Defizitquote wird durch die Beziehung zwischen dem Maastricht-Defizit (öffentliches Defizit bzw. Finanzierungsdefizit) und der Wirtschaftsleistung eines Landes ausgedrückt. Eine Defizitquote von beispielsweise 2 % bedeutet, dass sich der Staat jährlich um 2 % seiner Wirtschaftsleistung neu verschuldet. Gemäß dem Maastricht Vertrag soll die Defizitquote der EU-Mitgliedsstaaten nicht die Grenze von 3 % des BIP überschreiten. Die Defizitquote geht von der Leistungsfähigkeit eines Landes aus und besagt, dass je höher die Wirtschaftsleistung eines Staates ist, desto mehr Schulden kann sich dieser Staat leisten.<sup>81</sup>

### 1.5.3 Primärsaldo

Der Budgetsaldo eines Staates errechnet sich, auf ein Haushaltsjahr bezogen, aus der Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben (inkl. Zinsausgaben). Da aber die Zinszahlungen von Altschulden und Kapitalmarktbedingungen abhängen, gibt der Budgetsaldo wenig Auskunft über den gegenwärtigen Kurs der Finanzpolitik und ihren zukünftigen Konsequenzen.<sup>82</sup> Daher stellt der Primärsaldo einen wichtigen Indikator für die Beurteilung der Tragfähigkeit bzw. Nachhaltigkeit der Staatfinanzen dar<sup>83</sup>, weil er derjenige Saldo ist, der durch die finanzpolitischen Akteure beeinflusst werden kann.<sup>84</sup> Darüber hinaus ist er ein wichtiger Indikator für die Einschätzung der Folgen der gegenwärtigen Haushaltspolitik auf die künftige Budgetentwicklung und ist maßgebend für die Bestimmung der Grenzen der staatlichen Verschuldung.<sup>85</sup> Er wird als Differenz aus Einnahmen und Primärausgaben, d.h. Staatsausgaben ohne Zinszahlungen für die Staatsschulden, errechnet.<sup>86</sup>

---

<sup>80</sup> Vgl. BMF (2015), S. 4 ff. [online].

<sup>81</sup> Vgl. Beck, Prinz (2013), S.10-14.

<sup>82</sup> Vgl. Rosenschon (2003), S. 4-6 [online].

<sup>83</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 36- 37.

<sup>84</sup> Vgl. Rosenschon A. (2003), S. 4-6 [online].

<sup>85</sup> Vgl. Republik Österreich, Parlament, Glossar - Budget, o.S. [ online].

<sup>86</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 36- 37.

Der Begriff der fiskalischen Nachhaltigkeit („fiscal sustainability“) basiert auf dem Ansatz vom Blanchard, nach dem die Staatsschulden nur dann als tragbar gelten, wenn sie nicht schneller als das Sozialprodukt wachsen. Den Ausgang dieses Ansatzes bilden das Haushalts- bzw. Budgetdefizit und die Defizitgleichung:

$$(1.1) \quad D'_t = G_t^r - T_t + iD_t$$

wobei  $D'_t$  das unbereinigte Haushaltsdefizit im Haushaltsjahr  $t$ ,  $G_t^r$  die reinen Ausgaben für Güter, Dienstleistungen und Transfers (ohne Zinszahlungen),  $T_t$  die Einnahmen in der Periode  $t$  (Haushaltsjahr),  $i$  den Zinssatz und  $D_t$  den Schuldenstand, also  $iD_t$  die Zinsausgaben für die Verzinsung der realen öffentlichen Schuld darstellen. Der Primärbudget bzw. Primärsaldo wird aus  $(G_t^r - T_t)$  determiniert, woraus sich entweder das Primärdefizit ( $G_t^r > T_t$ ) oder der Primärüberschuss ( $G_t^r < T_t$ ) ergibt.<sup>87</sup> Das Primärdefizit deutet darauf hin, dass sich der Staat nicht nur für die laufenden Ausgaben oder zumindest einen Teil davon verschulden muss, sondern auch für die Finanzierung der Zinsen, was zu angehäuften Defiziten und neuen Schulden führt, auf welche wiederum Zinsen zu zahlen sind. Dabei wird die Kreditfinanzierung der Zinsen auf die Staatschuld als Sekundärdefizit bezeichnet. Wenn in Zeiten normaler Konjunktur keine Primärüberschüsse ausreichen bzw. Primärdefizite entstehen, ist dies ein Zeichen für den Konsolidierungsbedarf bzw. für eine Nachhaltigkeitslücke.<sup>88</sup>

Aus der Gleichung (1.1) geht hervor, dass schon bei einem ausgeglichenen Primärsaldo und einer schon bestehenden Verschuldung ( $D_t > 0$ ) der Schuldenstand und damit verbundene Zinszahlungen exponentiell anwachsen. Daraus ergibt sich eine Schuldenlast, die bei gegebenem BIP langfristig nicht tragbar bzw. nicht nachhaltig (non-sustainable) ist. Damit die Tragfähigkeit der Staatsschulden gewährleistet wird, muss ein Primärüberschuss erreicht werden, um die Staatschuld ohne kumulativen Neuverschuldung eventuell tilgen zu können. Je länger es dauert, dass der Staat aus laufenden Steuereinnahmen auf die Tilgung wartet, desto schwieriger gestaltet sich der Schuldenausgleich und desto schneller befindet sich der Staat in der Schuldenklemme.<sup>89</sup> Da die absoluten Beträge des Schuldenstandes und der Zinszahlungen in einer langfristig wachsenden Wirtschaft wenig Aussagekraft besitzen und da deren Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des Landes viel wichtiger und aussagekräftiger ist,

---

<sup>87</sup> Vgl. Blankart (2008), S. 333-335.

<sup>88</sup> Vgl. Rosenschon A. (2003), S. 4-6 [online].

<sup>89</sup> Vgl. Blankart (2008), S. 333-335.

wird in der Ausgangsbedingung der Schuldenstand durch Staatsschuldenquote ersetzt. Die neue Bedingung lautet:

$$(1.2.) \Delta d_t = p_t + (i - g)d_t$$

wobei  $\Delta d_t$  die Veränderung der Staatsschuldenquote,  $p_t$  die Primärdefizitquote,  $i$  den Zinssatz auf die Staatschuld,  $g$  die Wachstumsrate des BIP und  $d_t$  die Staatsschuldenquote darstellen. Wie die Gleichung zeigt, hängt die Veränderung der Staatsschuldenquote von mehreren Variablen ab, und zwar von der Primärdefizitquote, vom Zinsniveau und von der Wachstumsrate des BIP. Aufgrund der Beeinflussbarkeit der Primärdefizitquote durch Ausgabe- und Einnahmeverhalten der finanzpolitischen Akteure und der Konjunkturlage, hängt die Entwicklung des Schuldenstandes am stärksten von der Differenz zwischen dem Zinssatz und der Wachstumsrate des BIP ab. Wenn der Zinssatz höher als die Wachstumsrate des BIP ist, entstehen auch in Zeiten stabiler Konjunktur Primärdefizite, welche einen andauernden Anstieg der Staatsschulden implizieren. Um dies zu vermeiden bzw. um den Anstieg der Staatsschuldenquote zu stabilisieren, müssten Primärüberschüsse erzielt werden, und zwar in der Höhe von  $\{(i - g)d_t\}$ . Wird aber eine sinkende Staatsschuldenquote angestrebt, müssen noch höhere Primärüberschüsse erreicht werden. So lassen sich, auf der Basis des Primärsaldos seine notwendigen Änderungen und dessen Höhe feststellen, um einen bestimmten Zielwert des Schuldenstandes bzw. eine bestimmte Höhe der Staatsschulden zu erreichen.<sup>90</sup>

#### 1.5.4 Zins-Steuer-Quote und Zins-Ausgaben-Quote

Weitere Indikatoren, die für die Beurteilung der Entwicklung der Staatsschulden angewendet werden, sind die Zins-Steuer- und Zins-Ausgaben-Quote. Aufgrund der niedrigen Aussagekraft dieser Indikatoren und ihrer seltenen Anwendung in der Praxis, werden sie hier nur kurz erläutert.

Die Zins-Steuer-Quote gibt an, in welchem Ausmaß die Ausgaben für Zinsen auf Staatsschulden die Steuereinnahmen binden und somit nicht für andere Ausgaben des Staates zur Verfügung stehen.<sup>91</sup>

$$(1.3.) \text{Zins-Steuer-Quote} = \frac{\text{Zinsausgaben}}{\text{Steuereinnahmen}} * 100$$

<sup>90</sup> Vgl. Rosenschon A. (2003), S. 4-6 [online].

<sup>91</sup> Vgl. Brümmerhoff, Büttner (2015), S. 558 ff.

Diese Quote zeigt wie die früheren finanzpolitischen Entscheidungen den gegenwärtigen finanzpolitischen Handlungsspielraum begrenzen. Im Allgemeinen gilt der aus den Steuern finanzierte Ausgabenteil als eingeschränkt, wenn die Veränderungsrate der Zinsausgaben größer als die Veränderungsrate der Steuereinnahmen ist. Bei der Zins-Ausgaben-Quote sind die Zinsausgaben zu gesamten Staatsausgaben in Beziehung gesetzt.<sup>92</sup>

$$(1.4.) \text{ Zins-Ausgaben-Quote} = \frac{\text{Zinsausgaben}}{\text{gesamte Ausgaben des Staates}} * 100$$

Folglich deutet sie darauf hin, welcher Anteil der gesamten Staatsausgaben an die Bedienung der Zinsausgaben auf die Staatsschulden entfällt.<sup>93</sup> Hinsichtlich des niedrigen Informationsgehalts dieser Kennzahlen, werden sie oft der Kritik unterzogen. Die Kritik bezieht sich vor allem darauf, dass sie nur die Entwicklung der in Beziehung gesetzten Größen wiedergeben, aber nicht ab welcher Höhe der gefährliche Schwellenwert überschritten wird.<sup>94</sup>

## 1.6 Folgen der staatlichen Verschuldung

Für die Verschuldung des öffentlichen Sektors gibt es durchaus gute Gründe, insbesondere wenn der Anstieg der Staatsschulden vorübergehend ist. Vor allem ermöglichen die Schulden dem Staat einen größeren finanziellen Spielraum, um die negativen Auswirkungen von Wirtschaftskrisen, Naturkatastrophen, schlechter Konjunkturphasen etc. mildern zu können, ohne z.B. kurzfristig Steuern erhöhen zu müssen. Aber wenn es zu einer anhaltenden Erhöhung der Schulden kommt, kann eine Reihe an schwerwiegenden Nachteilen für die gesamte Wirtschaft entstehen. Die Studien zeigen, dass sich der finanzielle Spielraum eines Staates mit steigenden Schulden verringert. Die Schulden haben ab einer bestimmten Höhe negative Auswirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Niveau und sollten dementsprechend begrenzt werden.<sup>95</sup>

---

<sup>92</sup> Vgl. Brümmerhoff, Büttner (2015), S. 558 ff.

<sup>93</sup> Vgl. Brümmerhoff, Büttner (2015), S. 558.

<sup>94</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 37-38.

<sup>95</sup> Vgl. Koch (2011), S. 60 ff..

### 1.6.1 Crowding Out

Crowding Out ist ein vielfältiges Problem, weil dessen Verdrängungseffekte in Abhängigkeit von Bedingungen auch vielseitig und unterschiedlich sein können. Im Allgemeinen wird unter Crowding-Out, die durch staatliche Neuverschuldung bewirkte Verdrängung der privaten Investitionen (Ausgaben) vom Markt verstanden. Um neue Schulden zu generieren, muss der Staat Kapital am Kapitalmarkt nachfragen bzw. zusätzliche Kredite aufnehmen. Diese zusätzliche Kapitalnachfrage seitens des Staates führt zum Anstieg des Kapitalmarktzinssatzes. Da dieser Zinssatz als Kreditpreis gilt, führt sein Anstieg zum Rückgang der privaten Kreditnachfrage. Demzufolge kommt es zur Verringerung des privaten Kreditvolumens bzw. zur Senkung der privaten Investitionen. Die privaten Investitionen werden durch die staatliche Kapitalnachfrage vom Markt verdrängt („crowding-out“).<sup>96</sup> Zudem kommt es zu Preissteigerungen, welche den privaten Konsum eindämmen. Aufgrund gesunkener privater Investitionen, verringert sich der private Kapitalstock und in weiterer Folge das künftige Wirtschaftswachstum bzw. BIP.<sup>97</sup> Der Rückgang der Privatinvestitionen entsteht auch auf Grund der psychologischen Erwartungshaltung, welche durch die stärkere Staatsverschuldung ausgelöst wird, dass der Staat vermehrt Konsolidierungsmaßnahmen in naher Zukunft setzen muss, um diese Schulden wieder abzubauen.<sup>98</sup>

Die Verringerung des Wirtschaftswachstums durch den Anstieg der Staatsschulden wurde anhand mehrerer Studien bestätigt. So geht aus der Studie von Kumar und Woo hervor, dass eine signifikante negative Korrelation zwischen dem staatlichen Schuldenanstieg und dem BIP-pro-Kopf besteht. Laut der Studie, die auf einer Untersuchung von 38 Schwellen- und Industriestaaten für den Zeitraum von 1970-2007 basiert, führt ein 10-prozentiger Anstieg der Schuldenstandquote zu einer jährlichen Verlangsamung des realen BIP-pro-Kopf, und zwar um 0,2 % bei Schwellen- und 0,15 % bei entwickelten Ländern. Weiter wiesen die unterschiedlichen Ländergruppen im Durchschnitt geringere Pro-Kopf-Wachstumsraten während der Perioden der Hochverschuldung (Schuldenquoten über 90 % des BIP) als in den Phasen der geringeren Verschuldung (< 30 % des BIP) auf. Bei den entwickelten Ländern beträgt die Differenz zwischen den Wachstumsraten aus den niedrig und hoch verschuldeten Perioden 1,3 %, während die Schwellenländer eine noch stärkere Differenz aufwei-

---

<sup>96</sup> Vgl. Koch (2011), S. 68-72.

<sup>97</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007), S. 38-41.

<sup>98</sup> Vgl. Leibinger, Müller, Wiesner (2014), S. 43.

sen, nämlich 2,7 %. Bei den G7-Ländern sind es lt. Studie 1,5 % gewesen. Daraus folgend führt die angestiegene Staatsverschuldung (besonders ab der Erreichung von 90 % des BIP) zu einem Rückgang der privaten Investitionen und zum langsameren Wachstum des Kapitalstocks, wodurch negative Auswirkungen auf das Arbeits- und Produktivitätswachstum entstehen. Die Studie zeigt, dass ein Schuldenanstieg von 10 % zu einem Rückgang der privaten Investitionen von ca. 0,4 % führt, wobei dies in Schwellenländern zwei Mal stärker in Erscheinung tritt.<sup>99</sup>

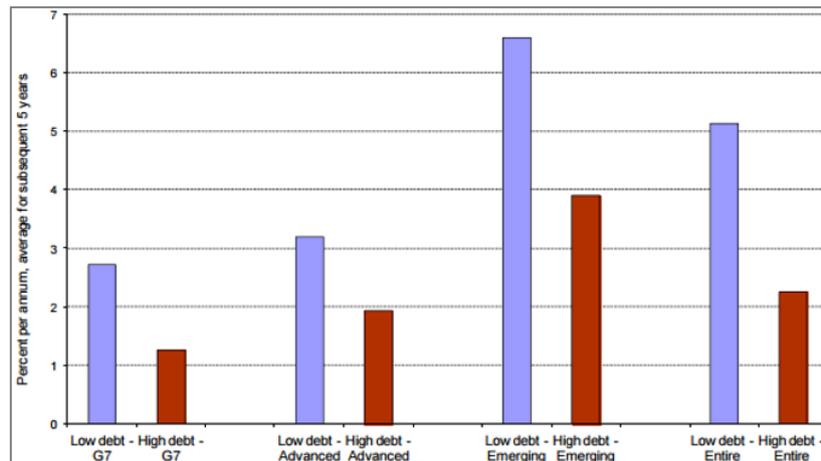


Abbildung 9: Pro-Kopf-Wachstum in den hoch (>90%) und niedrig (<30%) verschuldeten Perioden  
Quelle: Kumar, Woo (2010), *Public Debt and Growth*, S.10

Eine weitere von Ökonomen Reinhart und Rogoff geführte Studie (This Time is Different) zeigt, dass sich die staatliche Verschuldung ab einer Grenze von 90 % des BIP bei entwickelten Ländern und schon ab 60 % bei Schwellenländer als besonders gefährlich zeigt. Dieser zufolge ist ab der Verschuldungsgrenze von den 90 % eindeutig ein negativer Zusammenhang zwischen den Staatsschulden und dem Wirtschaftswachstum beobachtbar. So kam es in der Vergangenheit bei 211 (98 %) von 216 beobachteten Staaten zu einer Einstellung des BIP-Wachstums ab der genannten Grenze. Diese Entwicklung war auch bei den von der letzten Finanzkrise am stärksten betroffenen Staaten (Griechenland, Italien, Belgien, Japan) festzustellen. Diese Staaten wiesen Ende 2010 tatsächlich eine Verschuldung von über 90 % des BIP auf und dessen Wirtschaftswachstum fiel deutlich tiefer als bei Ländern mit niedrigeren Quoten aus.<sup>100</sup>

Laut der Studie führt die Erreichung der Schuldengrenze von 90 % zur Senkung der Wachstumsraten um 1 %, wobei das durchschnittliche Wirtschaftswachstum deutlich

<sup>99</sup> Vgl. Kumar, Woo (2010), S. 7-21 [online].

<sup>100</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2011), S. 26 ff. [online].

geringer ausfällt. Bei Schwellenländern sind die Grenzen noch niedriger, da sie hohe Auslandsverschuldung, meist in Fremdwährung, aufweisen. Sobald die Auslandschulden eine Grenze von 60 % des BIP erreicht haben, sinkt lt. Reinhart und Rogoff das jährliche Wachstum um etwa 2 Prozentpunkte, während bei noch höheren Verschuldungsraten das Wachstum ungefähr halbiert wird.<sup>101</sup>

Der negative lineare Zusammenhang zwischen den hohen Staatsschulden und dem Wirtschaftswachstum wird durch eine weitere Studie bestätigt, nach welcher der negative Pro-Kopf-Wachstumseffekt der hohen Staatsverschuldung schon ab dem Schuldvolumen von 70-80 % des BIP bemerkbar wird, jedoch bei ansteigender Verschuldung immer stärker und ab 90 % Grenze klar beobachtbar ist. Die Staatsverschuldung indiziert mit dem „crowding-out“-Effekt auch einen Lohnrückgang, welcher sich dann auf das Konsumniveau und den Wohlstand der Gesellschaft weiter negativ auswirkt. Umgekehrt steigen bei einer sinkenden Staatsverschuldung die Investitionen und das Wirtschaftswachstum, während Zinsen und Arbeitslosigkeit abnehmen.<sup>102</sup>

### 1.6.2 Fiskalische, politische und integrative Folgen

Von fiskalischen Auswirkungen der staatlichen Verschuldung spricht man im Zusammenhang mit der Verringerung des fiskalpolitischen Spielraums. Wie schon erläutert, werden die aufgenommenen Schulden zunächst als vorläufige Einnahmen, jedoch auf Grund der Tilgungs- und Zinszahlungsverpflichtung langfristig als Ausgabe, welche zu fiskalischen Einschränkungen führt, betrachtet. Je höher die Schulden und somit auch die zu zahlenden Zinsen, desto enger wird dieser Spielraum, da die Steuern und Krediteinnahmen ab einem gewissen Punkt nicht mehr aufgestockt werden können. Das bekannteste Modell zur Analyse der fiskalischen Folgen ist das Modell von Domar, nach welchem die ökonomischen Grenzen der Staatsverschuldung erreicht wären, wenn sich der Staat, um die Zinsen auf die bestehenden Schulden zu zahlen, verschulden müsste. In diesem Sinne spricht man vom Sekundärdefizit. Nach Domar ergibt sich die Last der staatlichen Verschuldung genau aus diesen Zinsen, die nur dann hingenommen werden können, wenn das BIP schneller als die Schulden ansteigt, weil sich die Schuldenstandquote (Schuldenstand im Verhältnis zum BIP) dadurch verringert. Umgekehrt gilt auch, dass, wenn die kreditfinanzierte

---

<sup>101</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2011), S. 26 ff. [online].

<sup>102</sup> Vgl. Koch (2011), S. 68-72.

Zinszahlungen auf staatliche Schulden stärker als das BIP ansteigen, sich die Belastung der Wirtschaftssubjekte erhöht. Langfristig betrachtet wirkt sich dies einschränkend auf die Gestaltung des staatlichen Budgets, sowie die Handlungsfähigkeit des Staates und kann zur Zahlungsausfällen bis hin zur Staatsinsolvenz führen. Die staatliche Verschuldung gilt als nachhaltig, wenn die Wachstumsrate des BIP den Zinssatz übersteigt, ansonsten wird sie als nicht-nachhaltig definiert.<sup>103</sup> Das Domar Modell zeigt auch, dass es dem Staat möglich wäre, durch Inflation einen Teil seiner Schulden abzubauen<sup>104</sup>, worauf im Kapitel 3 näher eingegangen wird.

Die integrativen Folgen der Verschuldung werden durch die Verschiebung innerhalb des Einkommens bzw. Vermögens sichtbar. Die steigende Staatsverschuldung führt zum Anstieg der Zinsen und Erträgen aus dem Kapital, was sich vorteilhaft für wohlhabende Schichten der Bevölkerung auswirkt, da diese über höhere Ersparnisse verfügen. Die schwächere Kapitalintensität könnte zur Lohnquotenrückgang führen, was sich in erster Linie auf einkommensschwächere Bevölkerungsgruppen negativ auswirken würde.<sup>105</sup>

Die hohe Staatsverschuldung kann sich auch auf den politischen Spielraum des Staates auswirken. Bei zu hoher Verschuldung kann der Staat de facto einen Teil seiner Souveränität verlieren. Denn in einem solchen Fall wird der betroffene Staat gezwungen, sich an die Vorgaben der Außenstehenden (EU, internationale Wirtschaftsinstitutionen) zu halten bzw. sich diesen zu unterwerfen, um die entsprechende Hilfe zu bekommen. Der betroffene Staat verliert auf Grund dessen die Freiheit über die Bestimmung der eigenen Politik. Sein Rating bzw. die Reputation und somit auch der Einfluss auf internationalem Niveau nehmen rapide ab. Dies alles war am Beispiel Griechenlands in den letzten Jahren zu beobachten.<sup>106</sup>

---

<sup>103</sup> Vgl. Koch (2011), S. 84-87.

<sup>104</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 38-42.

<sup>105</sup> Vgl. Koch, S. 87-88.

<sup>106</sup> Vgl. Koch, S. 88-94.

## 2 Staatsverschuldung auf der EU-Ebene mit besonderem Bezug zu Österreich

Im historischen Vergleich ist die Staatsverschuldung Europas von mehreren Hochs und Tiefs gekennzeichnet. Die häufigen Ursachen der Verschuldung lagen vor allem in Kriegen, Wirtschaftskrisen und oft im Leichtsinne der Herrscher. Der Zeitraum zwischen dem Zweiten Weltkrieg und den 70er Jahren des 20. Jahrhunderts wurde durch das langanhaltende Wirtschaftswachstum geprägt, wodurch es in den meisten Industrienationen zum Abbau der Schulden kam. Allerdings hat sich ab den 70er Jahren dieser Trend des Schuldenabbaus geändert und die Schulden vieler OECD-Staaten begannen anzuwachsen. Der Anstieg der Schulden war dermaßen stark, dass sich Anfang der 90er die Schulden vieler Mitgliedstaaten verdoppelt haben und damit zu diesem Zeitpunkt deren Höchststand erreichten.<sup>107</sup>

Mit Ausnahme von ein paar Jahren der Konsolidierung und des Schuldenabbaus in den 90er Jahren, hält der Trend des Schuldenanstiegs, sowohl in Europa als auch weltweit, weiter an. Die Staatsschulden vieler Staaten nahmen allerdings seit der Finanzkrise 2008 richtig dramatische Ausmaße an. Aufgrund der zu hoch eingeschätzten Wachstumsaussichten, des Zinseszinseseffektes und anderen Faktoren der österreichischen Politik stiegen die Schulden Österreichs seit den 70ern schneller als das Wirtschaftswachstum, was folglich zur stetig ansteigenden Staatsschuldenquote führte.<sup>108</sup> Im Zeitraum zwischen 1980 und 2015 kam es zu einer fast Verdreifachung der Staatsschulden Österreichs, und zwar von ca. 35,3 % im Jahr 1980<sup>109</sup> auf 86,5 % bis Ende 2015, wobei 18,5 % davon den letzten zehn Jahren zuzuschreiben sind (von 68 % auf 86,5 % im Zeitraum von 2005 bis 2015).<sup>110</sup>

Es ist nicht verwunderlich, dass die Finanzkrise und darauffolgende Rezession in der EU die Staatsschulden der Mitgliedsstaaten in die Höhe trieb. Definitionsmäßig steigen die Haushaltsdefizite während der Rezessionszeit aufgrund der schwachen Konjunktur und damit einhergehendem Anstieg der automatischen Stabilisatoren.<sup>111</sup> Was die ganze Situation noch problematischer erscheinen lässt, ist die Tatsache, dass

---

<sup>107</sup> Vgl. Schmidt, Zohlnhöfer (2006), S. 74-75.

<sup>108</sup> Vgl. Wallner (2011), S. 17 [online].

<sup>109</sup> Vgl. OENB, Fiskalindikatoren laut Maastricht [online].

<sup>110</sup> Vgl. Statistik Austria, Öffentlicher Schuldenstand [online].

<sup>111</sup> Vgl. Bräuninger, Koller, Langer, Pflüger, Quitzau, Reinck (2009), S. 6-10.

diese Entwicklung der steigenden Haushaltsdefizite und somit der Staatsschulden nicht nur seit der Krise oder während der Krisenzeiten, sondern auch in den Phasen des wirtschaftlichen Hochs präsent war. Österreich und die meisten anderen EU-Mitgliedsstaaten haben es verabsäumt, in Zeiten des Wirtschaftswachstums und der Haushaltsüberschüsse, diese zum Abbau des angehäuften Defizits zu nutzen, was eine Missachtung der „*deficit spending*“-Bedingung im Sinne des Keynesianismus darstellt.<sup>112</sup> Derartige Entwicklung der Staatsschulden erinnert an die bekannte Aussage vom ehemaligen Finanzminister Josef Schumpeter: „*eher legt sich ein Hund einen Wurstvorrat an als eine demokratische Regierung eine Budgetreserve*“.<sup>113</sup>

## 2.1 Stabilitäts- und Wachstumspakt vs. Sixpack vs. Fiskalpakt

Als Weiterentwicklung der EU-Konvergenzkriterien aus dem Vertrag von Maastricht wurde im Jahr 1997 der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) beschlossen, mit dem sich die EU-Mitgliedsstaaten zum Erstreben eines zumindest ausgeglichenen Staatshaushaltes verpflichteten. Der Vertrag zeichnet sich durch eine präventive und eine korrektive Komponente aus. Die präventive Komponente dient der Vorbeugung der mangelnden Haushaltsdisziplin, während die korrektive Komponente überverschuldete Staaten dazu zwingen soll, einen ausgeglichenen Haushalt wiederherzustellen. Die Überwachung der Staaten erfolgt anhand mittelfristiger Stabilitätsprogramme, die dem Rat und der Kommission von jedem Mitgliedsstaat vorzulegen und jährlich zu aktualisieren sind.<sup>114</sup>

Gemäß Konvergenzkriterien sollen die Mitgliedsstaaten eine niedrige Inflationsrate, eine Gesamtverschuldung von 60 % des BIP und eine Neuverschuldung (Nettodefizit) von maximal 3 % des BIP erfüllen bzw. anstreben. Beim drohenden Verstoß gegen die Kriterien wird der betroffene Staat abgemahnt. Eine Nichteinhaltung der Kriterien bzw. ein tatsächlicher Verstoß führt jedoch zu Sanktionen und früher zu automatischer, dann aber ab der ersten Reform 2005 zu eventueller (je nach Entstehungsursache der Defizite) Geldstrafe.<sup>115</sup>

---

<sup>112</sup> Vgl. Wallner (2011), S. 11 ff. [online].

<sup>113</sup> Vgl. Wallner (2011), S. 17 [online].

<sup>114</sup> Vgl. Europäisches Parlament, Der Stabilitäts- und Wachstumspakt [online].

<sup>115</sup> Vgl. Europäisches Parlament, Der Stabilitäts- und Wachstumspakt [online].

Im Dezember 2011 kam es, veranlasst durch die Griechenlands Schuldenkrise, zu einer weiteren Reform des SWPs, die als „Sixpack“ bekannt ist. Mit dem „Sixpack“ wurden die Maßnahmen des SWPs verschärft und auch ein neues Verfahren zur Überwachung der Ungleichgewichte auf der EU-Ebene eingeführt. Die Verbesserung des SWPs basiert auf einem 3-Säulen-Konzept: „i) einer besseren *ex-ante* Koordinierung der nationalen Haushaltspolitiken, ii) einer besseren korrektiven Komponente mit einer Berücksichtigung der Bruttoschulden und neuen abgestuften Durchsetzungsmechanismen und iii) der Ergänzung des SWPs durch Mindestanforderungen an den nationalen Haushaltsrahmen“. Das Ziel vom „Sixpack“ besteht darin, die exzessiven Defizite zu bereinigen, wobei der Schwerpunkt auf den strukturellen mittelfristigen Haushaltssaldo (MTO) gelegt wird. Falls ein Mitgliedstaat das jeweilige MTO nicht erreicht, ist er verpflichtet, sein Haushaltssaldo jährlich um 0,5 % des BIP zu konsolidieren. Ferner sind die staatlichen Ausgaben abzüglich Zinszahlungen mit einer Referenz-Wachstumsrate begrenzt und dürfen diese, solange das MTO nicht erreicht ist, nicht übersteigen. Ausnahmen bestehen bei automatischen Stabilisatoren (z.B. Arbeitslosengeld).<sup>116</sup>

Durch den „Sixpack“ wurde die neue Schuldenregel eingeführt, welche die Mitgliedsstaaten dazu veranlasst, die Schulden, die über die 60 % Grenze hinausgehen um 1/20, d.h. um ca. 5 %, pro Jahr zu reduzieren. Die finanziellen Sanktionen wurden ebenfalls reformiert und bestehen aus Einlagen des sanktionierten Landes bei der Europäischen Kommission in der Höhe von 0,2 % des BIP. Bei Nichteinhaltung der Regel sind die eingebrachten Einlagen verzinslich, ab dem Eintritt von Korrekturmaßnahmen werden diese zu unverzinslichen und bei Nicht-Erfüllung der notwendigen Korrekturen werden sie zur Strafzahlung.<sup>117</sup>

Mit der Unterzeichnung des Fiskalpaktes seitens 25 Mitgliedsstaaten und seinem Inkrafttreten am 1. Jänner 2013 findet eine weitere Ergänzung des SWPs bzw. des „Sixpacks“ statt. Im Zentrum dieses Vertrages steht die Implementierung der Schuldenbremse innerhalb der EU. Als Ziel wird Ausgeglichenheit bzw. Erzielung von Überschüssen im staatlichen Haushalt angestrebt. Das Augenmerk fällt hier insbesondere auf das strukturelle Defizit, welches entweder höchstens 1 % (bei Staaten

---

<sup>116</sup> Vgl. BMF, Sixpack, [online].

<sup>117</sup> Vgl. BMF, Sixpack [online].

mit der Schuldenstandquote < 60 %) oder 0,5 % des BIP (bei Staaten mit der Schuldenquote > 60 %) betragen darf.<sup>118</sup>

## 2.2 Austeritätspolitik

Angesichts der europäischen Staatsschuldenkrise und dadurch indizierten Eurokrise einerseits und der extremen Lohn- und Sozialpolitik mancher Mitgliedstaaten andererseits, leitete die EU im Jahr 2010 die Austeritätspolitik ein.<sup>119</sup> Grundsätzlich versteht man unter Austerität die strengen Sparmaßnahmen bzw. Budgetkonsolidierung des Staates. Die Konsolidierungsmaßnahmen umfassen sowohl die Kürzungen der Ausgaben, als auch die Steigerung der Einnahmen in Form von Steuererhöhung, oft Kombination von beiden. Die Austeritätspolitik stellt daher eine restriktive Finanzpolitik des Staates dar und wird vor allem in Krisenzeiten angewendet.<sup>120</sup> Die Notwendigkeit dieser Politik entsteht dann, wenn sich der Staatshaushalt in großen finanziellen Schwierigkeiten befindet und der finanzielle Handlungsspielraum dadurch begrenzt wird. Das Ziel dieser Politik besteht in der Wiedererlangung dieses finanziellen Spielraumes, in dem die Zahlungsunfähigkeit mit den Maßnahmen der Austerität bekämpft wird. Ebenso wird mit diesen Maßnahmen das Ziel der Generationengerechtigkeit verfolgt.<sup>121</sup>

Die Instrumente der Austeritätspolitik bestehen in zwingenden Auflagen, die der Senkung der Staatsschulden dienen sollen, beispielsweise Erhöhungen von Mehrwertsteuer, Abbau von Arbeitsplätzen im öffentlichen Dienst, Kürzungen der Löhne und Sozialleistungen sowie Alterserhöhung für Renteneintritt.<sup>122</sup> Die Sparmaßnahmen betrafen dabei sowohl die Haushalts- als auch die Lohn- und Sozialpolitik der Mitgliedsstaaten.<sup>123</sup> Der Sparkurs richtete sich insbesondere an die hochverschuldeten Mitgliedsstaaten (Griechenland, Portugal, Spanien, Irland und Zypern).

Bemerkenswert ist, dass die Konsolidierungsmaßnahmen nur in drei Mitgliedsstaaten, und zwar in Lettland, Litauen und Slowakei (sog. Austeritätsstaaten), als erfolgreich einzustufen sind. Durch den Sparkurs gelang es diesen Staaten innerhalb von

---

<sup>118</sup> Vgl. BMF, Fiskalpakt [online].

<sup>119</sup> Vgl. Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

<sup>120</sup> Vgl. Homburg S., Dullien S., Höpner M., Schrader K., Schettkat R. (2015), S. 231-248.

<sup>121</sup> Vgl. HaushaltsSteuerung.de, Lexikon, Austeritätspolitik, o.S. [online].

<sup>122</sup> Vgl. Busch (2012), S. 3-7.

<sup>123</sup> Vgl. Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

4 Jahren, zwischen 2009 und 2013, deren Defizitquoten von ca. 10 % auf 3 % des BIP und somit auf die Maastricht-Höchstgrenze zu reduzieren. Allerdings gelang dies genau jenen drei Mitgliedsstaaten, die nicht in der Eurozone sind, keine Beistandszahlungen erhielten und somit auf sich selbst gestellt waren sowie zu den drei ärmsten Staaten in der EU gehörten. Bedeutend ist auch, dass genau in diesem Zeitraum das Wirtschaftswachstum-Pro-Kopf in diesen Ländern erstaunlich angestiegen ist. In Lettland belief sich der Anstieg auf 18,6 %, in Litauen auf 23,5 % und in Slowakei auf 11,1 % des BIP. Hinsichtlich dieser Ergebnisse wird vermutet, dass die Erfolge der Sparpolitik in der Eigenständigkeit liegen bzw. dass diese den Erfolg erzwingt.<sup>124</sup>

Bei hochverschuldeten Programmstaaten, Griechenland, Spanien, Portugal, Irland und Zypern, fielen die Ergebnisse der Sparpolitik weniger erfolgreich aus. Bedeutend ist auch, dass die genannten Staaten genau diejenigen sind, die Rettungspakete in Milliardenhöhen bekamen und aufgrund dessen den strengen Sparmaßnahmen unterzogen wurden, jedoch Misserfolge in der Schuldensenkung verzeichneten. Genau diese Misserfolge führten zu starker Kritik und heftigen Diskussionen über die Auswirkungen der Austeritätspolitik in Krisenzeiten.<sup>125</sup>

Die Befürworter der Politik der Sparsamkeit betonen, dass die Schulden in der Eurozone und Probleme der Wettbewerbsfähigkeit bei hoch verschuldeten Staaten hausgemacht waren, weswegen diese Staaten auch die Konsequenzen solcher Politik tragen müssen. Mit Hilfe der Austeritätspolitik sollen diese Fehlentwicklungen korrigiert und die Wettbewerbsfähigkeit verbessert werden.<sup>126</sup>

Die Kritiken andererseits weisen darauf hin, dass sich die Maßnahmen dieser Politik negativ auf die betroffenen Staaten und deren Wirtschaftssituation auswirken bzw. ausgewirkt haben. Die Kritiker halten den Versuch der Regierungen mit der Politik der Austerität den automatischen Stabilisatoren entgegen zu wirken als kontraproduktiv<sup>127</sup>, weil die automatischen Stabilisatoren die Nachfrage in Rezessionszeiten unterstützen sollen. Demnach kann die Ausgabenkürzung in Krisenzeiten vielleicht auf individuellem Niveau sinnvoll sein, aber auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene katastrophale Auswirkungen mit sich ziehen. So kommt es beispielsweise zum Ab-

---

<sup>124</sup> Vgl. Homburg S., Dullien S., Höpner M., Schrader K., Schettkat R. (2015), S. 231-248.

<sup>125</sup> Vgl. Homburg S., Dullien S., Höpner M., Schrader K., Schettkat R. (2015), S. 231-248.

<sup>126</sup> Vgl. Hüther M. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

<sup>127</sup> Vgl. Alesina A., Barbiero O., Favero C., Giavazzi F., Paradisi M. (2015), S. 1-13 [online].

sinken der Gesamtnachfrage, wodurch der Privatsektor noch stärker betroffen wird. Gemäß den Kritikern der Austeritätspolitik kann diese negative Entwicklung durch staatliche Ausgaben abgedämpft werden, weswegen die Ausgabenkürzung als kontraproduktiv betrachtet wird.<sup>128</sup>

Zudem wird die Grundannahme der Austeritätspolitik, die Staatsschulden hätten die Wirtschaftskrise verursacht, stark kritisiert. Es wird betont, dass die staatlichen Schulden in der EU tatsächlich erst nach der Weltwirtschaftskrise 2008/09 aufgrund der sinkenden Steuereinnahmen, den konjunkturstützenden Ausgaben und Bankenrettungen enorm angestiegen sind und nicht umgekehrt. Diese Entwicklung war bei den Programmstaaten zu beobachten, was zur Schuldenexplosion in deren Staatshaushalten führte. Aufgrund der übermäßigen Verschuldung wurden diese dann strengsten Sparmaßnahmen unterzogen, womit nicht nur die Schulden weiter angestiegen waren, sondern die ökonomische und soziale Krise in diesen Ländern sich weiter vertieft hatte. Beispielweise wuchsen die Schulden in Griechenland nach der Wirtschaftskrise, zwischen 2007 und 2009, um 22 %, während sie nach den Spareingriffen und des Anpassungsprogrammes seit 2010 bis Ende 2012 um weitere 70 % angestiegen sind.<sup>129</sup> Folglich führt der Versuch der Regierung das strukturelle Defizit in Rezessionszeiten zu reduzieren, höchstwahrscheinlich zum Anstieg des Gesamtdefizits, sinkenden Wirtschaftswachstum und sinkenden Steuereinnahmen, gleichzeitig aber auch zu steigenden Ausgaben seitens des Staates.<sup>130</sup>

Diese Politik führte zu einer weiteren Rezession der Eurozone in den Jahren 2012 und 2013. Die Wachstums- und Beschäftigungsergebnisse nach der Wirtschaftskrise und dem Sparkurs deuten darauf hin, dass diese Politik keine optimale Lösung in der Eurozone war.<sup>131</sup> Aus der Statistik geht hervor, dass der stärkste Einbruch in den Wachstumsraten genau dort zu vermerken ist, wo die Mitgliedsstaaten dem strengsten Sparkurs ausgesetzt waren, beispielweise Griechenland, Spanien und Portugal.<sup>132</sup>

---

<sup>128</sup> Vgl. The Economist (2015), o.S. [online].

<sup>129</sup> Vgl. Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

<sup>130</sup> Vgl. Alesina A., Barbiero O., Favero C., Giavazzi F., Paradisi M. (2015), S. 25-29 [online].

<sup>131</sup> Vgl. Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

<sup>132</sup> Vgl. Busch, Hermann, Hinrichs, Schulten (2012), S. 3-5.

Starke Unterschiede bei der Entwicklung des Wirtschaftswachstums sind auch bei Vergleichen mit den USA festzustellen. Nämlich, während die Eurozone auf die Austeritäts- bzw. Sparpolitik ausgerichtet war, betrieb USA eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Dadurch notierte sie schon in den Jahren 2012/2013 ein Wirtschaftswachstum von 2 %, während in der Eurozone zu dieser Zeit noch immer Rezession herrschte (-0,3 %).<sup>133</sup> Aufgrund der schwachen Wachstumsraten stiegen die Schuldenquoten bis 2012 wieder am stärksten bei den Programmstaaten. EU-weit ist noch immer keine Trendwende zu beobachten, wie die untere Abbildung (rechts) verdeutlicht.<sup>134</sup>

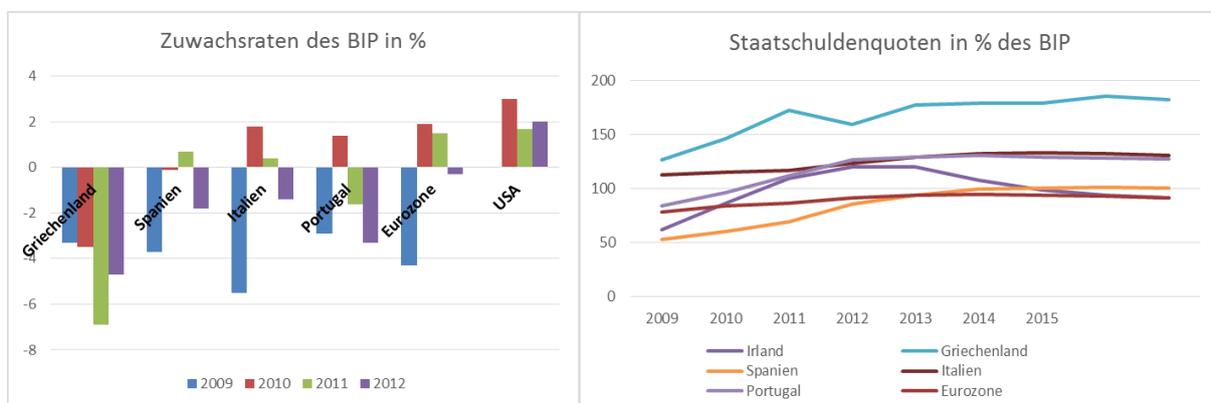


Abbildung 10: Staatsschuldenquoten [links] und jährliche Wachstumsrate des BIP [rechts] (in Preisen von 2005)  
 Quelle: Links: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Busch, Hermann, Hinrichs, Schulten (2012), S.4;  
 Rechts: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus OeNB, internationale Vergleiche, Staatsschuldenquoten, o.S. [online]

Auch bei Beschäftigungsraten verzeichnete die USA bessere Ergebnisse als die Eurozone. Im Jahr 2013 betrug die Arbeitslosenrate in den USA weniger als 7 %, in Eurozone dagegen über 12 %, was im geschichtlichen Vergleich einen überdurchschnittlich hohen Wert bezeichnete.<sup>135</sup> Die Ergebnisse eines Berichtes über die Eurokrise und Austeritätspolitik von Csoka aus dem Jahr 2012 zeigen, dass die Arbeitslosenraten in der Eurozone in diesem Jahr, ein seit 1995 nicht mehr vorhandenes Niveau erreichten. Diesem Bericht nach wird Großteils die Sparpolitik dafür verantwortlich gemacht. Demzufolge stellt die Austeritätspolitik eine Bedrohung des Wohlfahrtsstaates und des europäischen Sozialmodells dar, die zur Zuspitzung der Eurokrise führte.<sup>136</sup> Als Folge der Sparmaßnahmen stieg die Schuldenquote im Euroraum

<sup>133</sup> Vgl. Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

<sup>134</sup> Vgl. Busch, Hermann, Hinrichs, Schulten (2012), S. 3-5.

<sup>135</sup> Vgl. Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014), o.S. [online].

<sup>136</sup> Vgl. Busch, Hermann, Hinrichs, Schulten (2012), S. 5-7.

um 5 %, obwohl das Ziel der Maßnahmen die Senkung der Schulden war, weswegen die Effekte der Austerität als verkehrt und zerstörerisch angesehen werden. So wurde die Politik der Austerität vom Jonathan Portes, Direktor des National Institute of Economic and Social Research, als „*Self-defeating Austerity*“ und „*European suicide pact*“ bezeichnet.<sup>137</sup>

Denn die Staatsausgaben können gar nicht so schnell sinken, wie die Wirtschaft schrumpft (und mit ihr die Staatseinnahmen). Kürzungen der öffentlichen Ausgaben (Pflegegeld, Sozialleistungen, öffentliche Investitionen ...) in Höhe von 1 % des BIP führen laut aktueller IWF-Erkenntnisse dazu, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage einbricht – mit Einkommens-, Beschäftigungs- und Produktionseinbrüchen – und dies in Summe zu einer überproportionalen Schrumpfung des BIP im Ausmaß von mehr als einem Prozent des BIP führt.<sup>138</sup>

### 2.3 Basel III – Risiko-Darstellung von Staatsanleihen

Bezüglich der Staatsverschuldung und Bekämpfung der Wirtschaftskrise müssen auch Maßnahmen bzw. Regelungen anderer globaler politischer und wirtschaftlicher Institutionen, die ins EU-Recht übernommen und implementiert wurden, berücksichtigt werden. Eine herausragende Rolle spielen dabei die Vorschriften des Basler Ausschusses zur Bankenaufsicht, der von den Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden der G10-Staaten im Jahr 1974 gegründet wurde. Dessen Rahmenvereinbarung zum Kapital und zur Liquidität der Bankinstitute, kurz Basel genannt, stellt in seiner geltenden dritten Fassung eine weitere Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise dar und soll die Widerstandsfähigkeit der Bankensysteme und Stabilität der Finanzmärkte unterstützen bzw. sicherstellen.<sup>139</sup> Mit Hilfe von Basel III-Vorschriften soll die Krisenresistenz der Banken gestärkt werden. Die Banken sollen in Krisenfällen in der Lage sein, sich selbstständig gegen die Krise und Verluste zu wehren und insofern zu stabilisieren, damit staatliche Eingriffe, wie nach der Wirtschaftskrise 2008 (z.B. Verstaatlichung), vermieden werden können.<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> Vgl. Csoka (2012), S. 125-130 [online].

<sup>138</sup> Vgl. Csoka (2012), S. 124-130 [online].

<sup>139</sup> Vgl. Zirkler, Hofmann, Schmolz (2015), S. 1-3.

<sup>140</sup> Vgl. Bundesministerium für Finanzen, o.S. [online].

Gemäß Basel III sollen die Banken über ausreichend Kapital verfügen, sodass sie im Falle des Kreditausfalls das systematische Risiko vermeiden oder zumindest verkraften können.<sup>141</sup> So regeln die Bestimmungen bezüglich des Eigenkapitals, die Mindestmenge und Art des Kapitals, die Banken zur Risikoabsicherung haben müssen. Problematisch erscheinen dabei die Bestimmungen zu EU-Staatsanleihen. Diese werden im Rahmen der Basel III-Vorschriften als risikofrei eingestuft, wobei deren Risikomessung mit einer Nullgewichtung erfolgt. Die Nullgewichtung bedeutet, dass die Banken keine Risikovorsorge für die eingegangenen Risiken beim Kreditieren eines Staates treffen müssen. Dies wirkt sich auf das zu haltende Haftkapital aus, welches regelmäßig beim vorhandenen Risiko, wie es bei Staatsanleihen schon der Fall ist, zu halten wäre.<sup>142</sup>

Die Erfahrungen aus der Vergangenheit, wie Ökonomen Reinhart und Rogoff in deren Studie darstellen, zeigen deutlich, dass die Staatsanleihen sehr wohl mit einem Ausfallrisiko verbunden sind und dass es in der Vergangenheit ausreichend Fälle von Staatsinsolvenzen und Umschuldungen gab. Aus diesem Grund wird die risikolose Beurteilung der Anleihen kritisiert, denn die Bestimmungen stehen im Widerspruch zum Sinn und Zweck des Basler-Rahmenwerks. Diese Diskrepanz besteht nicht nur bei den Eigenkapital-Vorschriften, sondern auch bei den Bestimmungen bezüglich des Liquiditätspuffers und der Großkredite. Belehrt von der letzten Wirtschaftskrise wird Banken vorgeschrieben, mehr liquide Mittel zu halten, wobei zu diesen auch Staatsanleihen zählen. Dabei werden die Staatsanleihen nicht wie andere Großkredite demnach behandelt, wo die Obergrenze für die Anrechnung des haftendes Kapitals 25 % beträgt, sondern sie werden als hochliquide Bilanzaktiva angerechnet, und zwar ohne Begrenzung oder jeglichen Abschlag.<sup>143</sup>

Die Pauschalierung des Risikos bei Staatsanleihen führt dazu, dass die Eigenkapital-Vorschriften sowie Regelungen zu Liquiditätspuffer und Großkrediten umgangen werden können, was die Bildung des systematischen Risikos nur fördert.<sup>144</sup> Durch die bevorzugte Behandlung der Staatsanleihen werden ernsthafte Risiken für den Finanzsektor begünstigt. Die Banken haben mehr Anreiz riskante Anleihen zu halten, weil sie aufgrund des eingegangenen Risikos mehr Rendite bekommen, gleichzeitig

---

<sup>141</sup> Vgl. Büttner T., Konrad K.A., Rocholl J. (2014), S. 560-563 [online].

<sup>142</sup> Vgl. Büttner T., Konrad K.A., Rocholl J. (2014), S. 560-563 [online].

<sup>143</sup> Vgl. Büttner T., Konrad K.A., Rocholl J. (2014), S. 560-563 [online].

<sup>144</sup> Vgl. Büttner T., Konrad K.A., Rocholl J. (2014), S. 560-563 [online].

aber laut Basel III keine Eigenkapitaldeckung wie bei anderen riskanten Anlagen aufweisen müssen. Infolgedessen wird die Privilegierung der Staatsverschuldung in Europa verstärkt, was zu einer stärkeren Verflechtung der Staaten und Banken zur Folge hat. Diese Verflechtung stellt eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems dar, kann die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes gefährden, das Wachstum schwächen und unter Umständen eine Barriere zur Schaffung der stabilen Finanzordnung in Europa darstellen.<sup>145</sup>

## 2.4 Analyse der Staatsschuldenquote der EU-Mitgliedsstaaten

Schon Anfang der 90er Jahre befand sich die fiskalische Situation der EU-Mitgliedsstaaten in einem sanierungsbedürftigen Zustand, welche sich dann ab der Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags verbesserte, vor allem ab Mitte der 90er Jahre. In der zweiten Hälfte der 90er Jahre konnte die Staatsschuldenquote der Eurozone von ca. 75 % auf 67 % des BIP gesenkt werden. Zu hoch verschuldeten Staaten gehörten damals Belgien und Italien, welche ebenfalls ihre Schulden in dieser Periode senken konnten. Bei Belgien gingen die Schulden von 130 % auf 90 % zurück, bei Italien gab es, bis Mitte der 90er, ein Rückgang der Schuldenquote um fast 20 %. Die Sanierung der staatlichen Finanzen in der Eurozone setzte sich bis zum Ausbruch der Finanzkrise weiter fort, stellte sich jedoch mit der Ausbruch der Krise komplett ein und nahm einen steigenden Trend auf.<sup>146</sup>

Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise und damit verbundenen Rettungen der für das Euro-System wichtigen Banken stiegen die staatlichen Defizite der Mitgliedsstaaten, was unmittelbar die öffentlichen Schuldenstände in die Höhe trieb. Diese Schuldenentwicklung gefährdete die Stabilität des ganzen Währungssystems und Euros als gemeinsames Zahlungsmittel. Laut Eurostat-Daten verzeichneten die Europäischen Mitgliedsstaaten den stärksten Staatsschuldenanstieg in der Periode zwischen 2008 und 2012. Nur in diesen vier Jahren stiegen die Schuldenstandquoten in der Eurozone um ca. 20 % an, auf der EU Ebene um ca. 22 %, während Österreich einen etwas niedrigeren Anstieg als EU-Durchschnitt verzeichnete, nämlich 13,1 %.<sup>147</sup>

---

<sup>145</sup> Vgl. Büttner T., Konrad K.A., Rocholl J. (2014), S. 560-563 [online].

<sup>146</sup> Vgl. Bräuninger, Koller, Langer, Pflüger, Quitzau, Reinck (2009), S. 12-13 [online].

<sup>147</sup> Vgl. Leibinger, Müller, Wiesner (2014), S. 43-45.

Laut Prognosen des Bundesministeriums für Finanzen werden die Schulden in Österreich Ende 2016 296,- Milliarden betragen.<sup>148</sup>

Die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, später Fiskalpaktes, schreiben den EU-Mitgliedsstaaten eine Schuldenstandquote von unter 60 % des BIP vor, andernfalls, wenn die Schulden drüber liegen, müssen die betreffenden Staaten eine durchschnittliche jährliche Reduktion der Überschreitung in Höhe von 5 % (1/20 Regel) leisten.<sup>149</sup> Im Durchschnitt betrug die Überschreitung der Verschuldungsgrenze gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Eurozone 2012 ca. 30 %. Trotz der Bemühungen der Austeritätspolitik und der Einführung des Fiskalpaktes und somit strengerer Regeln bzgl. der Staatsschulden konnte dieser Trend der rasant ansteigenden Schulden nur gedämpft werden, jedoch nicht aufgehalten werden. So wird die Maastricht-Schuldengrenze jedes Jahr aufs Neue verletzt. Wie in der unteren Abbildung deutlich wird, gelang es den meisten Mitgliedsstaaten erst Ende 2015 einen kleinen Teil deren Schulden abzubauen, allerdings entsprach das Ausmaß dieser Senkung bei meisten Staaten nicht annäherungsweise der 1/20-Regel, wie es gemäß Fiskalpakt vorgesehen war.<sup>150</sup>

Die Entwicklung der österreichischen Staatsverschuldung zeigt ein ähnliches Bild wie der Rest der EU. Während die Schuldenstandquote 1980 nur ein Drittel des österreichischen BIP ausmachte, stieg sie bis Mitte 90er schon auf 2/3 des BIP, was bis dahin den Höchstwert der Schuldenstandquote darstellte und ca. 72 % des BIP in den Jahren 1996/97 betrug. Danach kam es für fast ein Jahrzehnt zu einem Rückgang der Staatsschulden. Österreich verzeichnete bis zum Jahr 2007 jene Schulden, welche sich noch nahe der Grenzen des SWPs, befanden und kaum über die 60 %-Grenze lagen. Jedoch stiegen diese bis Ende 2015 auf 86,2 %. Diese Überschreitung der Vorgaben des SWP von mehr als 20 % spiegelt die Budgetpolitik der vergangenen Jahre in Österreich wider. Der Anstieg zwischen 2008 und 2014 wird vor allem auf die Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte, Bankenrettungen sowie Einrechnung der Schulden von öffentlichen Unternehmen in die Staatsschulden zurückgeführt. Im Jahr 2014 kam es zusätzlich zum Umstieg auf ESVG 2010,

---

<sup>148</sup> Vgl. BMF (2015), S. 4 ff. [online].

<sup>149</sup> Vgl. Haushaltssteuerung.de, Lexikon, Staatsschuldenquote, o.S. [online].

<sup>150</sup> Vgl. Leibinger, Müller, Wiesner (2014), S. 43-45.

wodurch weitere Unternehmen samt deren Schulden zum Sektor Staat miterfasst wurden, was einen zusätzlichen Anstieg der Schulden bewirkte.<sup>151</sup>

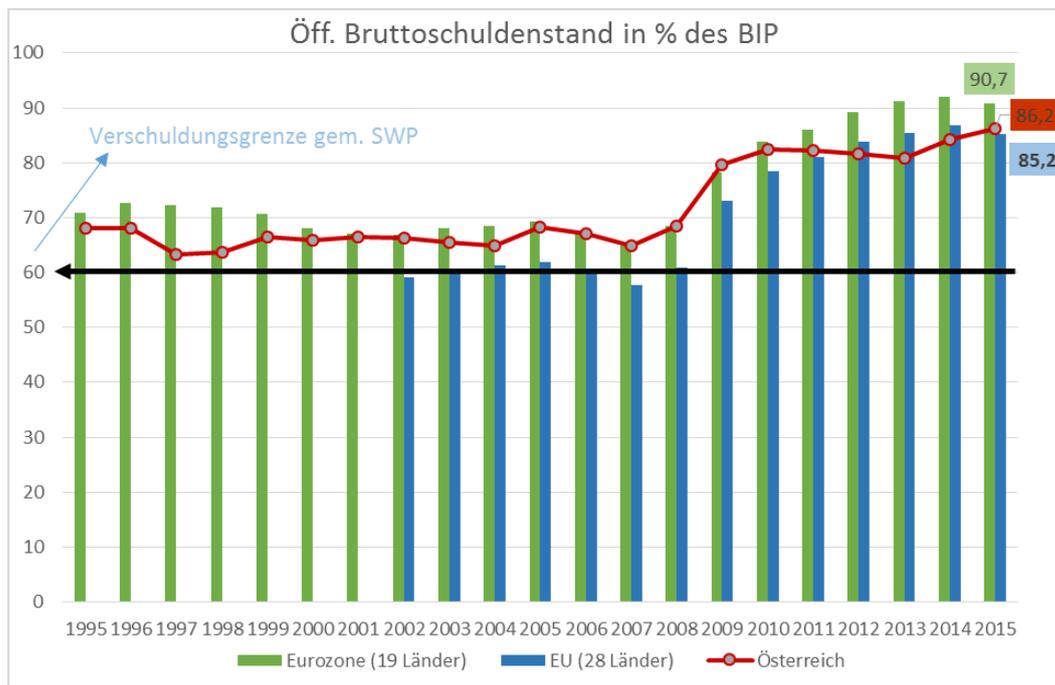


Abbildung 11: Staatsschuldenquote, 1999-2000

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Eurostat, Öffentlicher Bruttoschuldenstand, o.S. [online]

Die Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte auf der nationalen und internationalen Ebene erhöhten die österreichischen Staatsschulden um 37,2 Mrd. Euro bzw. Staatsschuldenquote um 11,3 % des BIP. Ein beträchtlicher Teil davon ging für das österreichische Bankenpaket auf, und zwar 27,8 Mrd. Euro.<sup>152</sup> Dem Bericht des Fiskalrates zufolge, bezog sich auch im Jahr 2014 der größte Anstieg des Schuldenstandes auf die Maßnahmen des Bankenpakets, wie Rekapitalisierungen, Haftungsübernahmen, Verstaatlichung der „Hypo-Alpe-Adria International AG“ und „Kommunalkredit Austria AG“. Im Jahr 2014 betrug der mittels Bankenpaket-Maßnahmen indizierter Anstieg 28 Mrd. Euro bzw. ca. 8,5 % des BIP. Der Anstieg des Schuldenstandes aufgrund des Bankenpakets setzte sich auch im Jahr 2015 fort und war nicht nur den kumulierten Defiziten, sondern auch dem Stock-Flow-Adjustment zuzuschreiben. Aufgrund der Übertragung des nicht verkauften Teils des Portfolios von „Kommunalkredit Austria AG“ stieg der Schuldenstand um 6,3 Mrd. Euro, aber wegen des Abbaus vom Anlagevermögen der „KA Finanz AG“ und der Hypo-Bank sank der Schuldenstand um 0,9 Mrd., was insgesamt einen Anstieg von 5,4 Mrd. Euro ergibt.

<sup>151</sup> Vgl. BMF (2015), S. 4 ff. [online].

<sup>152</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht über die öffentlichen Finanzen 2014, S. 34-51 [online].

Den Prognosen zufolge, wird im Jahr 2016 der Abbau dieses Vermögens (Asset) fortgesetzt, was zur Senkung der Schulden beitragen sollte. Insgesamt wird der Beteiligung des österreichischen Bankenpakets am Anstieg des Schuldenstandes für das Jahr 2015 10,6 % des BIP zugeschrieben bzw. 10,2 % des BIP für das Jahr 2016 prognostiziert.<sup>153</sup> Aufgrund der verbesserten Wirtschaftssituation und starken Konsolidierungsmaßnahmen kam es 2015 sowohl in der EU als auch im Euro-Währungsgebiet zur geringen Senkung der Schulden, während im selben Zeitraum Österreich einen Schuldenanstieg verzeichnete, vor allem aufgrund des schon erwähnten Bankenpakets. Im europäischen Ranking nimmt Österreich 11. Stelle ein, wobei die Verschuldungsquote unter dem Durchschnitt der Eurozone und knapp über dem EU-Durchschnitt liegt. In Bezug auf die Pro-Kopf-Staatsverschuldung zählt Österreich zu EU-Spitzenreitern, und zwar an der 4. Stelle des Rankings mit fast 34 Tausend Euro pro Einwohner, was über dem Durchschnitt des Euroraumes und der EU liegt.<sup>154</sup>

## 2.5 Analyse der Defizitquote der EU-Mitgliedsstaaten

Wie schon oben beschrieben, darf die Defizitquote der EU-Mitgliedstaaten gemäß Maastricht Vertrag die Grenze von 3 % des BIP nicht überschreiten. Zu Beginn der 90er Jahre war es für fast alle Mitgliedsstaaten, außer Luxemburg, ein Problem, das Maastricht-Defizitkriterium einzuhalten,<sup>155</sup> da sich die Mitgliedstaaten in einer schwierigen fiskalischen Situation befanden. Ab Mitte der 90er Jahren sank die Defizitquote des Euroraums zwischen 1995 auf 2000 von ca. 5 % auf 1 % des BIP. Die meisten Mitgliedsstaaten, außer Griechenland, konnten Maastricht-Defizitkriterium entsprechen. Dies änderte sich jedoch ab dem Jahr 2001, als die Wirtschaftsleistung der Eurozone abzuschwächen begann<sup>156</sup>, weil das Wachstum des BIP für die Auswirkung der Defizitquote auf die Staatsschulden entscheidend ist. Der kontinuierliche Anstieg der Defizitquoten wirkt sich unmittelbar auf den Schuldenstand aus. Wenn diese aber in Relation zum BIP konstant gehalten wird, dann konvergieren die Staatsschulden in der Relation zum BIP. So ergeben sich z.B. aus einer Defizitquote von 3 % und einem nominalen BIP-Wachstum von 4 % die Staatsschulden von 75 %

---

<sup>153</sup> Vgl. Fiskalrat (2015), Bericht zur Einschätzung der Budgetentwicklung 2015–2016, S. 28-30 [online].

<sup>154</sup> Vgl. Europäische Kommission – Pressemitteilung: Winter-Wirtschaftsprognose, o.S. [online].

<sup>155</sup> Vgl. Bräuninger, Koller, Langer, Pflüger, Quitzau, Reinck (2009), S. 12-13 [online].

<sup>156</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 46.

des BIP (also  $\frac{3}{4}$ ).<sup>157</sup> Im Zeitraum zwischen 2001-2005 wies die Eurozone einen BIP-Wachstum von 1,4 % (nominal 3,5 %) auf. Im gleichen Zeitraum wuchsen die Staatsausgaben trotz Sparbemühungen schneller als die Staatseinnahmen und wiesen eine stärkere Zuwachsrates als BIP auf, wodurch die Defizitquote des gesamten Euroraums wieder auf ca. 2,7 % des BIP anstieg. In dieser Periode stiegen vor allem die Defizitquoten von Griechenland, Deutschland und Frankreich stark an.<sup>158</sup> Einen leichten Rückgang der Defizitquoten gab es dann wieder 2005 und die Sanierung der staatlichen Finanzen in der Eurozone setzte sich bis zum Ausbruch der Finanzkrise etwas weiter fort, hörte aber mit dem Ausbruch der Krise auf und wandelte sich in ein rasant ansteigenden Trend um.<sup>159</sup> Seit der Finanzkrise und darauffolgenden Rezession stiegen die Defizitquoten EU-weit stark an und erreichten fast 7 % des BIP. Die ansteigenden Haushaltsdefizite führten zum Anstieg der Staatsschulden, was langfristig betrachtet höhere Zinszahlungen und höhere Steuern impliziert.<sup>160</sup>

Wenn man die Entwicklung der österreichischen Defizitquote anschaut wird einem klar, dass nicht nur die Länder, wie Griechenland oder Spanien, sich in der historischen Verschuldungskrise befinden, sondern dass auch Österreich die über die Jahrzehnte angehäuften Defiziten und somit Staatsschulden und deren negativen Auswirkungen zu bewältigen hat.<sup>161</sup>

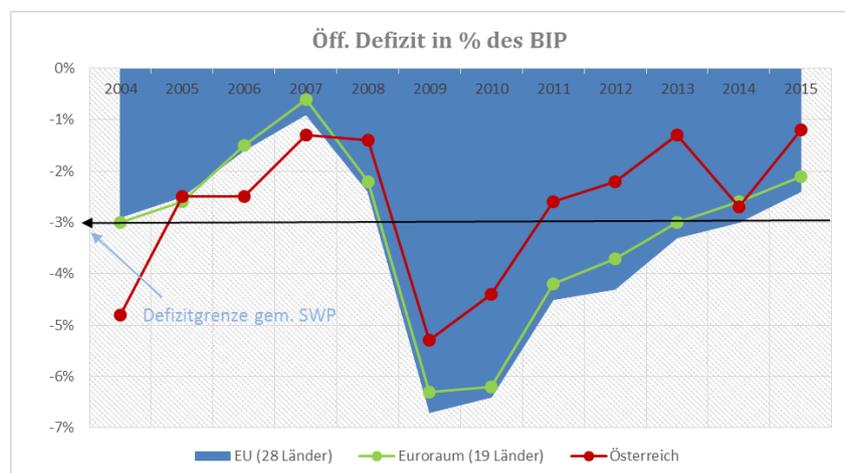


Abbildung 12: Defizitquote, 2004-2015

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Eurostat, Defizit und Überschuss des Staates, o.S. [online]

<sup>157</sup> Vgl. Bräuninger, Koller, Langer, Pflüger, Quitzau, Reinck (2009), S. 5-6 [online].

<sup>158</sup> Vgl. Holtfrerich, Feld, Heun, Werner et al. (2015), S. 46.

<sup>159</sup> Vgl. Bräuninger, Koller, Langer, Pflüger, Quitzau, Reinck (2009), S. 12-13 [online].

<sup>160</sup> Vgl. Wallner C. (2011), S.5 [online].

<sup>161</sup> Vgl. Wallner (2011), S. 5 [online].

Obwohl die Entwicklung der österreichischen Defizitquote seit der Finanzkrise etwas besser ausfällt als der Durchschnitt von EU- oder Eurozone, weist sie seit 1962 einen negativen Maastricht-Saldo bzw. ein Defizit auf. Auch in guten Wirtschaftsjahren gelang es keinem Finanzminister der österreichischen Republik einen positiven Überschuss am Ende des Jahres aufzuweisen, auch nicht im Jahr 2015, als die Steuereinnahmen in den ersten sechs Monaten fast 5 % über dem Niveau aus 2014, bei fast keinem Wirtschaftswachstum, lagen.<sup>162</sup> Die Defizitquote Österreichs erreichte ihr Höchstwert Mitte der 90er Jahre, und zwar 6,1 % des BIP. Ähnlich wie bei meisten anderen Mitgliedern der Eurozone konnte erst im Jahr 2001 ein fast ausgeglichener Maastricht-Saldo erzielt werden. Dieser Zustand dauerte jedoch nur ein Jahr lang an. Seit 2002 bis heute weist Österreich ein Haushaltsdefizit auf, welches aber bis vor dem Ausbruch der Weltfinanzkrise 2008 unter der zugelassenen Maastricht-Grenze von 3 % des BIP lag. Danach wurde diese Grenze bis 2011 überschritten. Durch Budgetkonsolidierung konnte man sich der Grenze wieder annähern und schließlich unterschreiten. Laut den Prognosen für 2016 sollte die österreichische Defizitquote, trotz des Sondereffektes wie Flüchtlingshilfe, 1,4 % betragen, also unter der Grenze von 3 % des BIP bleiben und somit unter dem Durchschnitt der Eurozone.<sup>163</sup> In der Eurozone stand Österreich schon 2015 im vorderen Mittelfeld bzgl. der Defizitquote. Nur sechs Mitgliedsstaaten haben niedrigere, während die restlichen zwölf eine höhere Defizitquote aufgewiesen.<sup>164</sup>

## 2.6 Analyse des Primärsaldos der EU-Mitgliedsstaaten

Wenn man die Tragfähigkeit österreichischer Staatsschulden analog dem Unterabschnitt 1.5.3. beschriebenen Ansatz analysieren würde, würde das Ergebnis nicht positiv ausfallen. Wie man der unteren Abbildung entnehmen kann, hat Österreich in letzten vier Jahrzehnten bzw. im Zeitraum zwischen 1976 und 2015 neben mehreren Perioden des Primärüberschusses in keinem einzigen Jahr einen zur vollständigen Deckung der Zinsausgaben ausreichenden Primärüberschuss erzielt. Ein besonders hohes Primärdefizit gab es nach der Finanzkrise, welches sich seit den Budgetkonsolidierungsmaßnahmen

---

<sup>162</sup> Vgl. Schellhorn (2015), o.S. [online].

<sup>163</sup> Vgl. BMF (2015): Eckwerte, S. 9-10.

<sup>164</sup> Vgl. die Substanz.at, o.S. [online].

2011 besserte und in einen Überschuss übergang. Mit Ausnahme des Jahres 2014, wo es aufgrund des Sondereffektes der Hypo-Bank einen leichten Primärdefizit gab, erzielte Österreich seit 2011 bis zum Ende 2015 einen Primärüberschuss,<sup>165</sup> der allerdings für die Deckung der Zinsausgaben nicht ausreicht hat. Die Ausgaben für die Zinsen auf die Staatsschuld weisen, besonders seit der Finanzkrise, eine sinkende Tendenz auf.

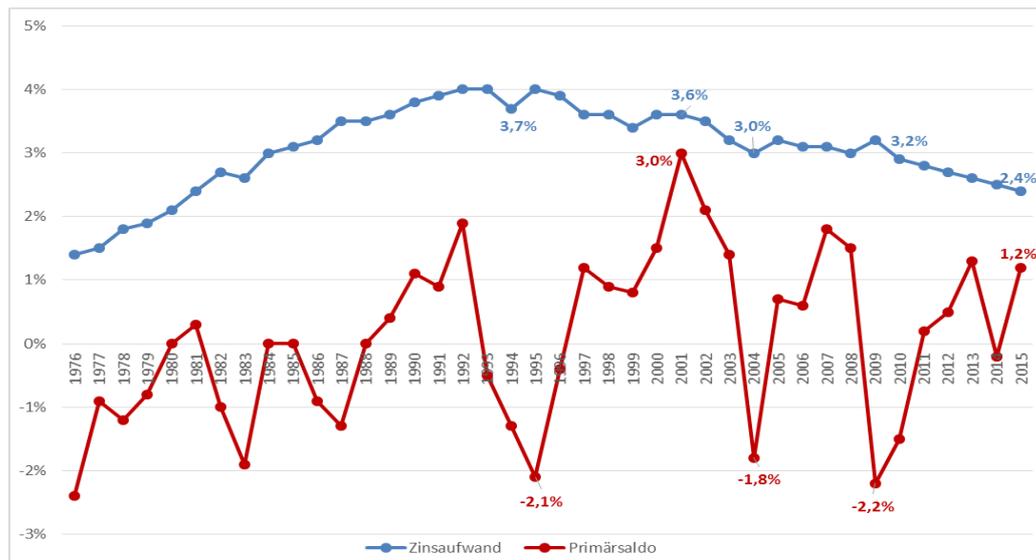


Abbildung 13: Entwicklung des Primärsaldos und Zinsausgaben, Österreich, 1976-2015

Quelle: Eigene Darstellung, Daten entnommen aus OeNB, Fiskalindikatoren lt. Maastricht und WKO Statistik, o.S. [online]

Die meisten Mitgliedsstaaten der EU (18 von 28) erwirtschafteten 2015 entweder einen Primärüberschuss oder zumindest einen ausgeglichenen Primärsaldo, während die restlichen 10 einen Primärdefizit aufwiesen. Die höchsten Primärdefizite hatte Griechenland mit -3,4 % des BIP, während Deutschland und Zypern die höchsten Primärüberschüsse, und zwar 2,3 % bzw. 1,8 % des BIP, erzielten. Dennoch, nur drei EU-Mitgliedsstaaten erzielten einen Primärüberschuss, der die Zinsausgaben vollkommen decken konnte, und zwar Deutschland, Estland und Luxemburg. Die höchsten Zinsausgaben zeigt Portugal mit 4,6 % des BIP auf, Estland dagegen die niedrigsten mit 0,1 % des BIP.<sup>166</sup>

<sup>165</sup> Vgl. BMF (2015): Eckwerte, S. 11.

<sup>166</sup> Vgl. HaushaltsSteuerung.de, Primärüberschüsse bzw. Primärdefizite der EU-Länder im Vergleich, o.S. [online].

### 3 Finanzrepression

Die eingesetzten Anstrengungen innerhalb der EU, die angestiegenen Staatsschulden mittels Mechanismen des Fiskalpaktes, der Austeritätspolitik, der Schuldenbremse etc. zurückzufahren, brachten nur geringe Erfolge mit sich. Infolgedessen sind die enormen Staatsschulden in der EU die schwierigsten Hinterlassenschaften der letzten Finanzkrise, die die EU noch zu bewältigen hat.<sup>167</sup> Die Schuldproblematik der fortgeschrittenen Wirtschaften wird zudem durch die Mischung einer alternden Gesellschaft, einem dehnbaren sozialer Wohlfahrtsstaat und einem stagnierenden Bevölkerungswachstum nur noch vertieft.<sup>168</sup> Es entsteht die Frage, wie diese Schulden auf ein fiskalisch-nachhaltiges Niveau zurückgebracht werden können.<sup>169</sup> Möglicherweise könnte die Geschichte einen Beitrag in der Bewältigung der gegenwärtigen Krise leisten und vielleicht einen Ausweg anbieten.<sup>170</sup>

Da die EU-Staaten in der Nachkriegszeit hohen Staatsschulden ausgesetzt waren, bestehen gewisse Ähnlichkeiten zu heutiger Situation. Deshalb ist es nicht erstaunlich, dass man bei der Analyse den Einsatz ähnlicher Entschuldungs-Mechanismen wie nach dem Krieg erkennt, die jedoch unter anderen Rahmenbedingungen, wie z.B. weniger vorteilhaften demographischen Entwicklung, niedrigeren Wachstumsraten des BIP, etc, angewendet werden.<sup>171</sup> Das Team Reinhart/Sbrancia führt in deren Studie über die Liquidation von Staatsschulden unterschiedliche Maßnahmen des Schuldenabbaus an, die im Laufe der Geschichte verwendet wurden, von der Erhöhung des Wirtschaftswachstums und damit indizierter Erhöhung der Staatseinnahmen, über den expliziten Ausfall und Umstrukturierung der öffentlichen Schulden, fiskalischen Anpassungen und strengen Sparmaßnahmen wie Politik der Austerität bis hin zu überraschender Inflationierung und Finanzrepression bei Inlandschulden. Ferner ist wichtig zu erwähnen, dass angeführte Maßnahmen nicht unbedingt getrennt voneinander, sondern eher als Bündel mehrerer Maßnahmen eingesetzt wurden.<sup>172</sup> Während manche dieser konventionellen Maßnahmen des Schuldenabbaus wegen Rückkoppelungseffekten kontraproduktiv wirken, politisch unerwünscht oder

---

<sup>167</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 599 [online].

<sup>168</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff (2013), S. 6.

<sup>169</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 599 [online].

<sup>170</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 735-739 [online].

<sup>171</sup> Vgl. Görg N. in Bank Gutmann (2012), o.S. [online].

<sup>172</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 1-3.

einfach unter herrschenden Umständen schwer erreichbar sind, verläuft der Abbau der Schulden mit den Maßnahmen der finanziellen Repression subtiler und undurchsichtiger, sog. „Schuldenabbau durch die Hintertür“.<sup>173</sup>

### 3.1 Begriffserklärung

Der Begriff „financial repression“ bzw. finanzielle Repression wurde zum ersten Mal von amerikanischen Ökonomen Ronald McKinnon und Edward Shaw 1973 eingeführt und wurde ursprünglich für die Beschreibung der Finanzsysteme von Schwellenländer bis zur Liberalisierung der Finanzmärkte in den 80er Jahren verwendet.<sup>174</sup> Seitdem geriet dieser Begriff fast in Vergessenheit bis zu seinem Wiederaufleben, vor allem durch Ökonomen Reinhart und Rogoff, im Zuge der Finanzkrise 2007-2009 und damit induziertem Anstieg der Staatsschulden in den Industriestaaten.<sup>175</sup>

Unter dem Begriff der Finanzrepression wird eine spezielle Form des Schuldenabbaus, welche sich in den Regulierungen des Finanzmarktes widerspiegelt und eine Umverteilung zwischen dem privaten und staatlichen Kapital zu Gunsten des Staates hervorruft, verstanden.<sup>176</sup>

Im Allgemeinen bezieht sich die Finanzrepression auf eine Menge von Regierungsmaßnahmen zur Regulierung der Finanzmärkte und zur Steuerung bzw. Manipulation der Inlandsinvestoren in die Staatsschulden zu investieren. Diese Regulierungen spiegeln sich vor allem in niedrigen bis negativen Leitzinssätzen, welche eine billigere Kreditfinanzierung der Regierungen ermöglichen.<sup>177</sup> Sie stellt also eine besonders subtile Kombination der staatlichen Maßnahmen, welche den Abbau der öffentlichen Schulden induziert.<sup>178</sup>

Die Ökonomen Reinhart/Sbrancia fassen in deren Studie „The Liquidation of Government Debt“ die wichtigsten Maßnahmen der finanziellen Repression zusammen:

---

<sup>173</sup> Zimmermann, Baier (2012), S. 599 [online].

<sup>174</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 9.

<sup>175</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 37; und Reinhart, Rogoff (2011), S. 4-5.

<sup>176</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.735 ff. [online].

<sup>177</sup> Vgl. Shepherd, S. in Research Affiliates (2013), o.S. [online].

<sup>178</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 37.

1. Maßnahmen in Form von expliziten oder impliziten Zinsobergrenzen bzw. Deckelung der Zinssätze, vor allem bei Zinsen auf die Schuldtitel des Staates.
2. Schaffung und Erhaltung der heimischen Kapitalinvestoren sowie Erhaltung der Nachfrage nach Staatsanleihen am heimischen Kapitalmarkt, wodurch die Kredite unmittelbar zum Staat gelenkt werden. Dieser Vorgang wird durch Kapitalverkehrsbeschränkungen und Devisenkontrollen erleichtert.
3. Direkte oder indirekte Beeinflussung der Banken und anderer Finanzinstitute.<sup>179</sup>

Weitere Maßnahmen der finanziellen Repression betreffen Regulierungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs, einer engeren Verbindung zwischen Banken und Regierungen, relativ hohe Liquiditätsvorschriften, Transaktionssteuer auf andere Anlagekategorien als Staatspapiere (z.B. Aktien, um diese teurer zu machen), Verbot der Goldkäufe (wie z.B. in den USA von 1933-1974), etc.<sup>180</sup> Mit Hilfe dieser Maßnahmen entsteht eine Unterdrückung (Repression) der Finanzmärkte, wodurch das Kapital, welches in weniger regulierten Märkten bei anderen Akteuren enden würde, zum Staat gelenkt wird. Als entscheidende Einflussgröße werden die künstlich gesenkten und niedrig gehaltenen Zinssätze angeführt, weil diese den Staaten eine billigere Kreditbeschaffung und Refinanzierung ermöglichen.<sup>181</sup>

Die Repression der Finanzmärkte kommt in „doppelseitiger“ Form vor. Einerseits wird der Markt durch den Nominalzinssatz, welcher unter dem Marktzinssatz, und dieser wiederum unter der Inflationsrate, liegen soll, „gedrückt“.<sup>182</sup> Dieser Nominalzinssatz kann jedoch aufgrund des freien Kapitalverkehrs nicht direkt, sondern muss mittels Notenbanken durch den Leitzinssatz beeinflusst werden. Dementsprechend halten die Notenbanken den Leitzinssatz niedrig, wodurch auch der Geldmarktzinssatz niedrig bleibt und schlussendlich das Zinsniveau langfristiger Staatsanleihen, künstlich gepresst wird. Der Markt wird andererseits dadurch „gepresst“, dass die Großinvestoren wie Versicherungen, Banken, Pensionsfonds mittels bestimmter Regulierungen dazu veranlasst werden in die Wertpapiere des Staates zu investieren.<sup>183</sup> Diese werden quasi gezwungen, die Anlagen trotz negativer Rendite zu kaufen und zu halten,

---

<sup>179</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 6.

<sup>180</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 38.

<sup>181</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S.599 ff. [online].

<sup>182</sup> Vgl. Görg N. in Bank Gutmann (2012), o.S. [online].

<sup>183</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 50-52.

wodurch die Periode der negativen Realzinsen künstlich verlängert wird.<sup>184</sup> Mithilfe doppelseitiger Maßnahmen werden seitens der Regierung die Rahmenbedingungen für den leichteren Abbau der Staatsschulden geschaffen.<sup>185</sup>

### 3.1 Geschichte der Finanzrepression

Seit 1900 bis in die Gegenwart hat die Welt aufgrund von zwei Weltkriegen und mehreren Wirtschafts- und Finanzkrisen etliche Perioden der steilen Akkumulation von Staatsschulden erlebt. Das interessante dabei ist, dass es im 20. Jahrhundert mehrere Perioden gibt, wo die Lösung dieses Problems, bzw. die Schuldenreduktion, synchron über mehrere Staaten verlaufen ist. Im Zeitraum zwischen 1900-2012 gab es insgesamt fünf Perioden der synchronen Schuldenakkumulation. Drei davon werden fast ausschließlich den Industriestaaten zugerechnet, nämlich 1. und 2. Weltkrieg sowie die Finanzkrise 2008. Die Schuldenkrise der Achtzigerjahre betraf ausschließlich die Schwellenländer, während die große Depression der 30er Jahre sowohl die Schwellen- als auch Industrieländer prägte, wie die untere Abbildung verdeutlicht.<sup>186</sup>

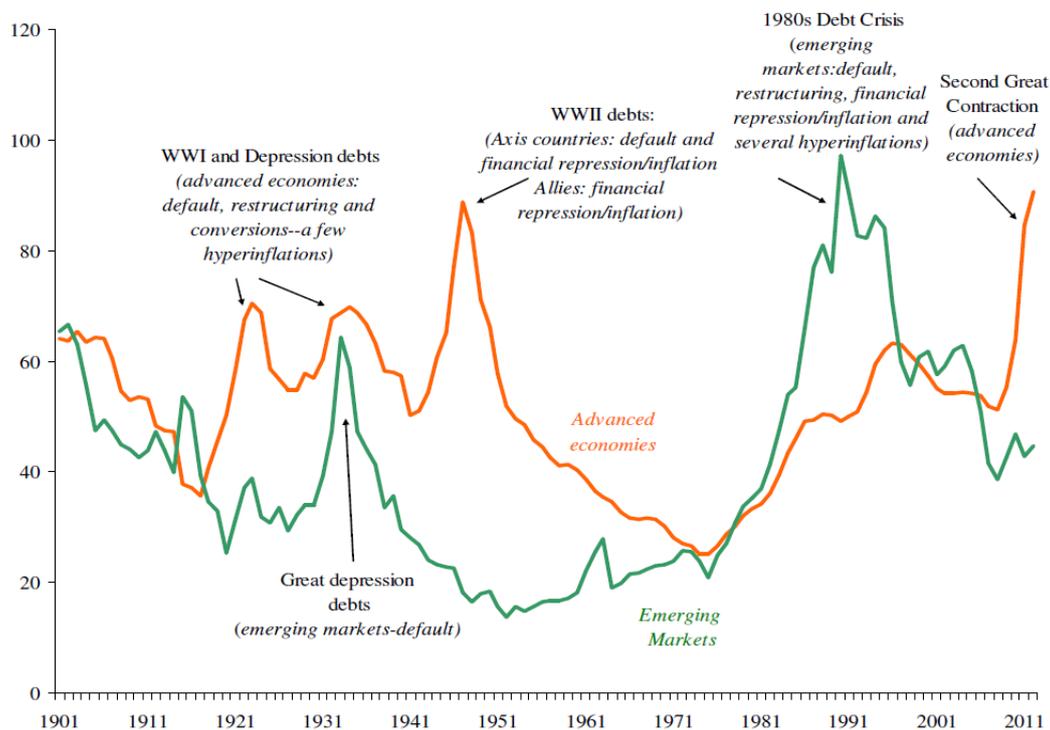


Abbildung 14: Anstieg und Abbau der Staatsschulden, Industrie- und Schwellenländer, 1900-2011

Quelle: Reinhart, Sbrancia (2011), S. 8

<sup>184</sup> Vgl. Görg N. in Bank Gutmann (2012), o.S. [online].

<sup>185</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 50-52.

<sup>186</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 7 ff.

Die Reduktion der öffentlichen Schulden nach dem Ersten Weltkrieg entstand hauptsächlich durch Zahlungsausfälle, Restrukturierung und Umschuldung. Einen Beitrag in diesem Sinne leistete in manchen Ländern auch die Hyperinflation, welche einen großen Teil der Schulden in inländischer Währung mancher europäischer Staaten, vor allem Deutschland und Ungarn, liquidierte.<sup>187</sup>

Der Schuldenrückgang nach dem Zweiten Weltkrieg verlief etwas anders als nach dem Krieg davor. Einerseits wurde dieser stark von der Kombination aus Finanzrepression und Inflation beeinflusst, andererseits vom starken Wirtschaftswachstum in der Nachkriegszeit.<sup>188</sup> Dennoch wird die Finanzrepression als ein empirisch signifikantes Phänomen der Weltwirtschaft in der Nachkriegszeit angesehen.<sup>189</sup>

Die während des Zweiten Weltkrieges angestiegene Schuld war für die Regierungen ein deutlicher Anreiz auf die Maßnahmen der Finanzrepression zuzugreifen, vor allem deswegen, weil die Staatsschulden zum Großteil aus den Inlandsschulden bestanden.<sup>190</sup> Aus der Studie von Reinhart/Sbrancia geht hervor, dass besonders Australien, Belgien, Frankreich, Italien, Japan, Südafrika, die USA und Großbritannien ihre Schulden aus dem Zweiten Weltkrieg mithilfe der Finanzrepression in der Nachkriegszeit bis zu 80er Jahren reduziert haben. Sie zeigt ebenfalls, dass andere Länder, vor allem Argentinien, Indien, Irland und Schweden die Maßnahmen der Finanzrepression in der Vergangenheit permanent als Mechanismus der Schuldenreduktion bzw. zur Finanzierung der Defizite verwendeten.<sup>191</sup>

Die finanzielle Repression verhalf den Industriestaaten deren, aus der Kriegszeit akkumulierten Schulden, bis zur Liberalisierung der Finanzmärkte in den 1980ern auf ein mäßiges Niveau zu senken.<sup>192</sup> Eine Erleichterung für den Einsatz von finanzrepressiven Maßnahmen brachte das damals herrschende Bretton-Wood-System. Durch Zusammenwirken der fixen Wechselkurse, der unabhängigen Geldpolitik und der freien Kapitalmärkte, implizierte dieses System die Kontrolle des Kapitalverkehrs, weswegen seine Verknüpfung mit den aus der Vorkriegszeit schon bestehenden Re-

---

<sup>187</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 7 ff.

<sup>188</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 13 ff.

<sup>189</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 601 ff. [online].

<sup>190</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 8 ff.

<sup>191</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 601 ff. [online].

<sup>192</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 7 ff.

gulierungen der Finanzmärkte eine fördernde Wirkung für den Einsatz der Finanzrepression hatte.<sup>193</sup> Während der Mechanismus der finanziellen Repression in fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der Nachkriegszeit am stärksten eingesetzt wurde, war dieser bei Schwellenändern während der Schuldenkrise der 80er Jahren am bedeutendsten, begleitet von Zahlungsausfällen bei Auslandsschulden, Schuldenumwandlungen und Hyperinflation.<sup>194</sup>

Die sehr hohen Schuldenstände der Mitgliedsstaaten, die gegenwärtig niedrigen Realzinsen, immer mehr auffällige finanzrepressive Maßnahmen haben die nächste Ära der Finanzrepression in Europa eingeläutet. Es besteht die Befürchtung, dass die Finanzrepression, begleitet von niedrigen Zinssätzen und niedrigen Potentialwachstumsraten, zu „*neuer Normalität*“ in der gegenwärtigen Weltwirtschaft wird.<sup>195</sup>

### 3.2 Die Rolle des Realzinssatzes

Einer der Hauptziele der Finanzrepression ist den Nominalzinssatz niedriger als sonst (als wenn es keine Regulierungen gäbe) zu halten. Dadurch werden die Zinsausgaben für die Regierungsschulden kleiner, was unmittelbar zur Defizitreduktion führt. Wenn der negative Realzinssatz aber in einer Kombination mit Inflation erzeugt wird, dann führt dies zur Reduzierung oder Liquidierung vorhandener Schulden, indem eine Kapitalübertragung vom Gläubiger bzw. Anleger zum Schuldner, in diesem Fall dem Staat, entsteht.<sup>196</sup> Die Veränderung bzw. Reduktion des Schuldenstandes mithilfe des Realzinssatzes kann mithilfe folgender Gleichung dargestellt werden:

$$(3.1.) D_t = PD_t + (1 + r)D_{t-1} = PD_t + (1 + i - \pi)D_{t-1}$$

wobei  $D_t$  den realen Schuldenstand,  $PD_t$  das Primärdefizit,  $r = (i - \pi)$  den Realzinssatz (Nominalzinssatz - erwartete Inflationsrate) und  $t$  den Zeitindex darstellen. Aus der Gleichung ist ersichtlich, dass ein niedriger Nominal- und somit auch Realzinssatz zu niedrigeren Kosten der Verschuldung führt bzw. zu niedrigeren Zinszahlungen auf die ausstehende Schulden  $(1 + i - \pi)D_{t-1}$ , was sich unmittelbar auf den realen Schuldenstand auswirkt, welcher dann verringert wird. Wenn der Realzinssatz negativ wird [ $r = (i - \pi) < 0$ ], dann kann die Verschuldung sogar absolut verringert

<sup>193</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 601 ff. [online].

<sup>194</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 7 ff.

<sup>195</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 599 ff. [online].

<sup>196</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 39 ff.

werden. Dies funktioniert aber nur im Fall, wenn keine größeren Primärdefizite entstehen.<sup>197</sup>

Der negative Realzinssatz ist also das empirisch entscheidende Merkmal für das Vorliegen von Finanzrepression.<sup>198</sup> Dies war vor allem während der Jahre 1945-46 gegeben, als negative Realzinssätze verzeichnet wurden, egal ob es um die Rendite der Staatsanleihen oder Zinssätze auf Bankeinlagen, Darlehen oder um Diskontsätze der Zentralbanken gehandelt hat. Die negativen bis niedrigen Zinsen waren, trotz sehr unterschiedlichem Niveau der Wirtschaftsentwicklung bei Industrie- und Schwellenländern, eine Norm in der Ära der finanziellen Repression. Die negativen Renditen der Staatsanleihen und die niedrigen bis negativen Guthabenzinsen ergaben ein universelles Phänomen dieser Zeit<sup>199</sup>, wie man es den folgenden Abbildungen entnehmen kann.

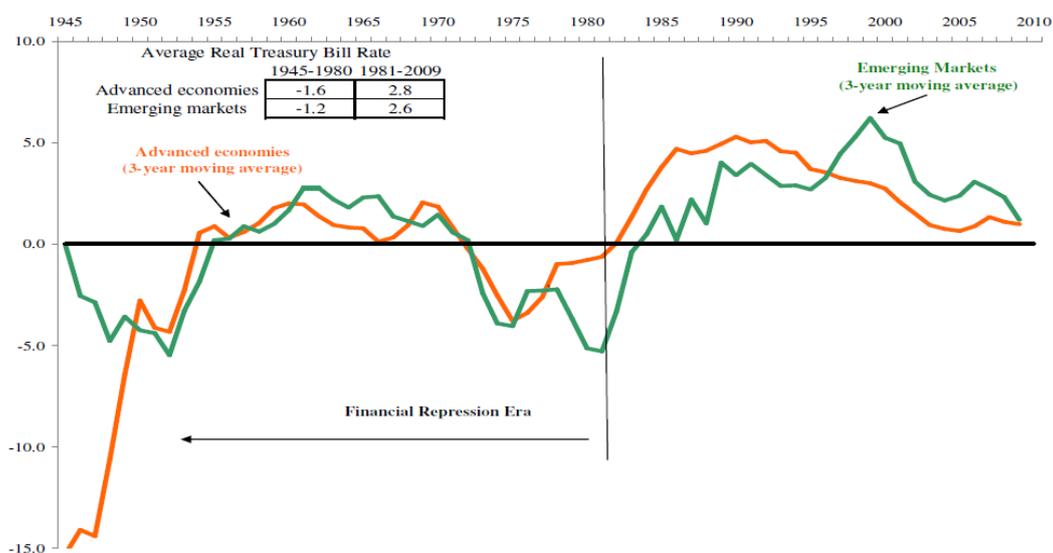


Abbildung 15: Ex-post-Rendite von kfr. Staatspapieren (treasury bill), Industrie- und Schwellenländer, 1945-2012 (gleitender Durchschnitt über 3 Jahre, in %)

Quelle: Reinhart, Sbrancia (2011), S. 21

Dadurch, dass die Guthabenzinsen in der Ära der Finanzrepression in höherem Ausmaß und für einen längeren Zeitraum (60 % der Zeit) negativ waren, als die Staatsanleihen, (siehe Abbildung), waren die Anleger zusätzlich dazu „veranlasst“, die Staatsanleihen zu halten.<sup>200</sup>

<sup>197</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.736 [online].

<sup>198</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), 600 ff. [online].

<sup>199</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 15 ff.

<sup>200</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 19 ff.

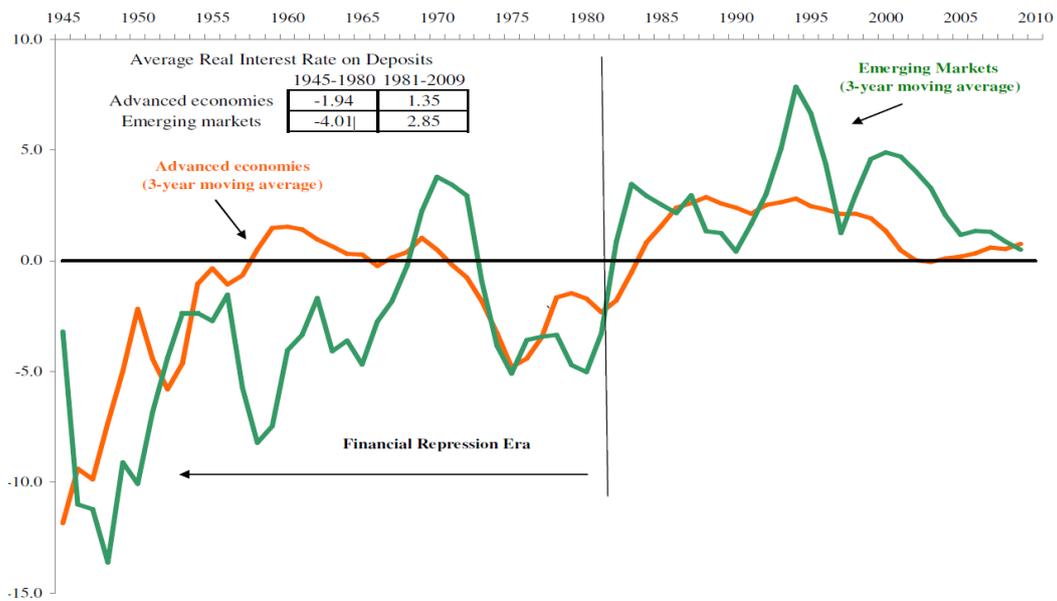


Abbildung 16: Ex-post-Realzinssatz auf Bank-Guthaben, Industrie- und Schwellenländer, 1945-2009, (gleitender Durchschnitt über drei Jahre, in %)

Quelle: Reinhart, Sbrancia (2011), S. 23

Aus diesen Abbildungen wird deutlich, dass in der Ära der Finanzrepression, die ca. zwischen 1945 und 1980 gedauert hat, sowohl die Industriestaaten als auch Schwellenländer Realzinssätze, welche im Vergleich zu Perioden davor und danach, durchwegs niedriger und im Durchschnitt negativ waren, verzeichneten. Dabei ist interessant zu erwähnen, dass die Realzinssätze in der Periode des hohen Wirtschaftswachstums, zwischen 1945 und 1980, niedriger waren, als in der Periode des niedrigen Wachstums zwischen 1981 und 2009, woraus sich die Barrieren im Finanzhandel ergeben haben (siehe Abbildungen 15 und 16).<sup>201</sup>

Wichtig ist auch, dass die Nominalzinssätze und somit auch die Realzinssätze über die ganze Zeit unter dem nominalen Wirtschaftswachstum gehalten wurden.<sup>202</sup> Daraus ergibt sich eine negative Zins-Wachstums-Differenz [ $i < (g + \pi)$ ], welche Verringerung der Schuldenquote impliziert. Während der Realzinssatz negativ sein muss, um den absoluten Schuldenstand zurückzufahren, reicht es für die Reduktion der Schuldenquote, wenn dieser unter dem BIP-Wachstum gedrückt wird. Dies bedeutet letztlich, dass der Realzinssatz nicht zwingend negativ sein muss, um die Schuldenquote zu senken, sondern dass dieser hauptsächlich unter der Wachstumsrate zu halten ist. Ein Beispiel für die Reduktion der Schuldenquoten auf diese Art und Weise, also für das „aus dem Schulden Herauswachsen“, wäre USA, welche in

<sup>201</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 19 ff.

<sup>202</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 21 ff.

den 30 Jahren der Finanzrepression meistens eine negative Zins-Wachstums-Differenz, mit einem Durchschnittswert von -2,8 %, verzeichnete. Der gesamte Rückgang der Schuldenquote in den 30 Jahren, nämlich von 120 % auf 35 %, wurde ca. zu 4/5 aufgrund dieser Differenz und zu 1/5 aufgrund der Primärüberschüsse realisiert.<sup>203</sup> Die Konstellation aus niedrigen Zinssätzen auf die Staatsschulden und darüber liegenden Wachstumsraten des BIP ermöglichten nicht nur USA, sondern vielen Staaten weltweit deren Schuldenberge wörtlich schmelzen zu lassen.<sup>204</sup>

Die niedrigen bis negativen Realzinsen sind auch gegenwärtig ein Indikator für die Finanzrepression an den europäischen Märkten. Sinngemäß zeigt die nächste Abbildung die Häufigkeitsverteilungen der Realzinssätze in den Industriestaaten für drei unterschiedliche Perioden: für die sog. Ära der finanziellen Repression (1945-1980), für die Periode seit Beginn der Finanzmärkte-Liberalisierung bis zum Ausbruch der Finanzkrise (1981-2007) und der Periode nach der Finanzkrise (2008-2012). Aus dieser Verteilung wird klar, dass sich die Realzinssätze auf Staatsanleihen der Industriestaaten seit der Finanzkrise wieder mal zum Negativen wenden. Weiter befinden sich diese seit 2008 fast über die Hälfte der Zeit im negativen Bereich, wobei sich dieser Trend seit 2011 noch verstärkte. Die gleiche Tendenz war bei Diskontsätzen der Zentralbanken und Einlagen beobachtbar.<sup>205</sup>

Die Existenz der hohen Häufigkeit von negativen Realzinssätzen in den Industrie- und Schwellenländer seit dem Ausbruch der Finanzkrise, lässt sich vor allem mit einer aggressiv-expansiven Fiskalpolitik der Regierungen und weitergehend mit offiziellen Interventionen der Notenbanken in dieser Zeit erklären. Die gegenwärtige Entwicklung der Realzinssätze in fortgeschrittenen Wirtschaften und immer größere Eingriffe in die Entwicklung der Zinsen sind zweifelslos Hauptindikatoren für die Rückkehr der Finanzrepression.<sup>206</sup>

---

<sup>203</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 737 ff. [online].

<sup>204</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 19 ff.

<sup>205</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 40 ff.

<sup>206</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 16 ff.

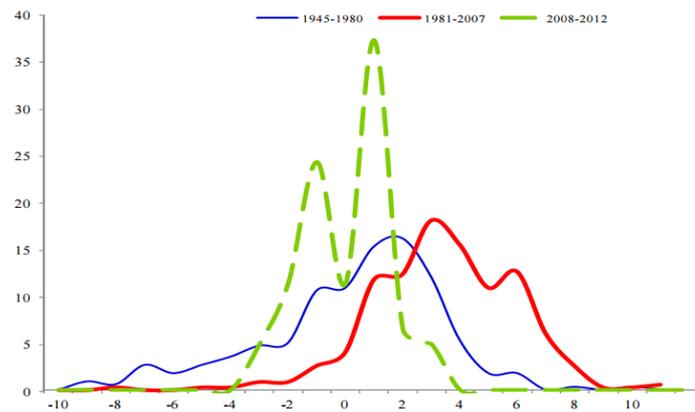


Abbildung 17: Häufigkeitsverteilung der Realzinssätze von Staatsanleihen, Industriestaaten, 1945-2012  
Quelle: Reinhart, Sbrancia (2015), S. 18

### 3.3 Liquidationseffekt bzw. Finanzrepressions-Steuer

Mithilfe der Finanzrepression ist es möglich, Unmengen von Staatsschulden „wegzuwischen“. Dementsprechend wird das Ausmaß der Schuldenreduktion als Liquidationseffekt („*liquidation effect*“) bezeichnet. Da dieses eine äquivalente Wirkung, wie die Erhöhung der Steuereinnahmen hat, wird es noch als „*financial repression tax*“ bzw. Finanzrepressions-Steuer benannt.<sup>207</sup>

Die Finanzrepression-Steuer bzw. die jährliche Liquidationsrate der Staatsschulden („*liquidation effect*“) wird vom Team Reinhart/Sbrancia genutzt, um das Ausmaß des Schuldenabbaus bzw. um die Wirkung des negativen Realzinssatzes, auf die Schuldensenkung in der Ära der Finanzrepression darzustellen. Im Gegensatz zur Einkommens-, Mehrwert- oder Umsatzsteuer wird die sog. Finanzrepressions-Steuer von finanziellen Regulierungen und Inflationsentwicklung beeinflusst, sodass sie im Bereich der steuerlichen Maßnahmen undurchsichtig bleibt. Dementsprechend ist sie eine willkommener Alternative als die konventionellen Steuerarten, vor allem für die Regierungen, welche der Notwendigkeit der Schuldenreduktion entgegenstehen. Aufgrund dieser Undurchsichtigkeit wird eine Verbesserung der staatlichen Finanzlage ohne Erhöhung von echten Steuern möglich.<sup>208</sup>

Es werden zwei Szenarios, in welchen der reale Wert der Staatsschulden reduziert wird, betrachtet:<sup>209</sup>

<sup>207</sup> Vgl. Reinhart, Kirkegaard, Sbrancia (2011), S. 24 [online].

<sup>208</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 19 ff.

<sup>209</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 26 ff.

1. Wenn der Nominalzinssatz unter dem Marktzinssatz liegt, wird die Wirkung der Finanzrepression positiv sein, weil der Nominalzinssatz die wahren Kreditkosten für den Staat nicht reflektiert → es entstehen Ersparnisse für den Staat.
2. Wenn der Nominalzinssatz nicht nur unter dem Marktzinssatz liegt, sondern, wenn zusätzlich ein negativer Realzinssatz erzeugt wird, dann entsteht sog. „*financial repression tax*“ bzw. Steuer für die Anleihebesitzer → es entstehen „Steuereinnahmen“ für den Staat.

Abhängig von der realen Zinsrate bringt die Finanzrepression damit dem Staat entweder Kostenersparnisse oder „Steuereinnahmen“.<sup>210</sup>

Die „*financial repression tax*“ stellt daher eine Art von Steuer auf Finanzvermögen bzw. auf die Rente des Finanzsektors. Dabei braucht die Inflationsrate nicht mal hoch zu sein, dennoch je höher sie wäre, desto höher wäre die Liquidation der Schulden.<sup>211</sup>

Für die Berechnung der „*financial repression tax*“ bzw. der Ersparnisse aus den Zinskosten der Staatsschulden wird in der Studie von Reinhart/Sbrancia ein künstliches Staatsschulden-Portfolio gebildet, welches unterschiedliche Schuldenbestände, Laufzeiten und Anleihezinsen enthält. Zusätzlich werden Steuereinnahmen und BIP verwendet, um das Ausmaß der Schuldenliquidation auszudrücken. Aus diesen Daten wird schließlich ex-post Realzinssatz für das entsprechende Jahr mit Hilfe der ex-post VPI-Inflation (realisierte Inflation) gebildet:

$$(3.2.) r_t^P = \frac{i_{t-1} - \pi_t}{1 + \pi_t}$$

wobei  $i_{t-1}$  den Nominalzinssatz der Vorperiode,  $\pi_t$  die realisierte Inflation der betrachteten Periode und  $t$  den Zeitindex darstellen. Dieser Realzinssatz stellt die reale Ertragsrate vor Steuer bzw. die „Steuerrate“ aus der Finanzrepression dar. Als Liquidationsjahre der Schulden werden diejenigen bezeichnet, in welchen die reale Ertragsrate des Portfolios negativ ist ( $r_t^P < 0$ ).<sup>212</sup>

<sup>210</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 26 ff.

<sup>211</sup> Vgl. Görg N. in Bank Gutmann (2012), o.S. [online].

<sup>212</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 32 ff.

Der „Liquidationseffekt“ wird berechnet, indem der dargestellte negative Realzinssatz ( $r_t^P < 0$ ) bzw. die „Steuerrate“ mit der „Steuerbasis“ bzw. dem Inlandsschuldenbestand multipliziert wird. Dadurch entsteht das Ersparnis für den Staat, das als Steuer bzw. als Einnahme bezeichnet wird.<sup>213</sup>

(3.3.) *Liquidationseffekt = negativer Realzinssatz x Inlandsschuldenstand.*

Der Liquidationseffekt kann als die jährliche Rate des Schuldenabbaus verstanden und in % des BIP oder in % der Steuereinnahmen („tax revenues“) ausgedrückt werden. Die Ergebnisse dieser Studie zeigen, dass es anhand der Repressionssteuer den Regierungen nach dem Zweiten Weltkrieg, wie z.B. den USA und Großbritannien, gelungen ist „das Vermächtnis des Krieges“ in Form von akkumulierten Schuldenbergen abzubauen.<sup>214</sup> Dabei betrug die durchschnittliche jährliche Abbaurate bzw. der Liquidationseffekt bei beiden Staaten ca. 3-4 % des BIP pro Jahr. Auf eine Dekade umgerechnet ergibt sich eine Verringerung der Schulden von 30-40 % des BIP. Bei anderen Ländern, die höhere Inflationsraten aufwiesen, war der Effekt des Abbaus noch stärker und die Schuldenverringerung somit höher, wie man es der unteren Tabelle entnehmen kann.<sup>215</sup>

Country	Period	Benchmark Measure “Liquidation effect revenues”	
		% GDP	% Tax Revenues
Argentina	1944-1974	3.2	19.5
Australia	1945-1968, 1971,1978	5.1	20.3
Belgium	1945-1974	2.5	18.6
India	1949-1980	1.5	27.2
Ireland	1965-1990	2.0	10.3
Italy	1945-1970	5.3	127.5
South Africa	1945-1974	1.2	8.9
Sweden	1945-1965, 1984-1990	0.9	6.5
United Kingdom <sup>1</sup>	1945-1980	3.6	26.0
United States	1945-1980	3.2	18.9

Tabelle 1: Jährliche Staatseinnahmen bzw. Zinskostensparnis aus der Finanzrepressions-Steuer

Quelle: Reinhart, Sbrancia (2011), S. 38

Die sehr lang andauernde Periode der negativen Verzinsung und damit induzierte rekordhohe Verringerung der Staatsschulden verzeichnete Argentinien, welche im

<sup>213</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 32 ff.

<sup>214</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 32.

<sup>215</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 42 ff.

Zeitraum von 1945-1980 für jedes Jahr, außer 1953, einen negativen Realzinssatz notierte. Die durchschnittliche negative Verzinsung betrug in Argentinien, über alle diese Jahre -15,6 % und im Jahr 1959 sogar -53,3 %. Bei Ländern mit höheren Inflationsraten war die Liquidationswirkung durch Repressionssteuer noch stärker, wie z.B. bei Australien oder Italien mit einem durchschnittlichen Liquidationseffekt von ca. 5 % des BIP pro Jahr. Mit Hilfe der „financial repression tax“ bzw. negativen Realzinssätzen, welche von der mäßigen Inflation begleitet wurden, gelang es z.B. Australien mehr als die Hälfte ihrer Staatsschulden innerhalb von zehn Jahren, zwischen 1945-1955, abzubauen.<sup>216</sup>

Die langen Perioden der negativen Realverzinsung werden als Liquidationsjahre der Schulden bezeichnet. Den höchsten Anteil an den Liquidationsjahren zwischen 1945-1980 hatten bei Schwellenländern Argentinien und Indien, bei Industrieländern Irland, Großbritannien, Italien und USA.<sup>217</sup>

Das Konzept der Liquidation der Inlandsschulden spiegelt sich somit in den Ersparnissen aus dem Zinsendienst auf die Staatsschulden. Mit Hilfe des negativen Realzinssatzes kann sich der Staat zu niedrigeren als den marktkonformen Zinsen Finanzmittel beschaffen und sich dadurch Zinskosten ersparen.<sup>218</sup> Wären die Realzinssätze nicht negativ bzw. niedriger als marktkonformer Zinssatz, gäbe es diese Ersparnisse nicht und dies würde wiederum zu keiner Defizitreduktion führen, wodurch im Zeitverlauf die Staatsschulden steigen würden. Dementsprechend würden diese Ersparnisse ohne die Maßnahmen der finanziellen Repression nicht bestehen und zur Schuldenerhöhung statt zu ihrer Verringerung führen würde (Tabelle 2, Spalte 3).

---

<sup>216</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 5 ff.

<sup>217</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 19 ff.

<sup>218</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 600 ff. [online].

Country	Public debt/GDP		1955 without repression savings (est.) <sup>4</sup>	Annual average: 1946-1955	
	1945	1955 (actual)		“financial repression revenue”/GDP	inflation
Australia	143.8	66.3	199.8	6.2	3.8
Belgium <sup>1</sup>	112.6	63.3	132.2	4.6	8.7
Italy <sup>2</sup>	66.9	38.1	81.9	3.7	10.8
Sweden	52.0	29.6	59.1	1.8	5.0
United Kingdom <sup>3</sup>	215.6	138.2	246.9	4.5	5.9
United States	116.0	66.2	141.4	6.3	4.2

Tabelle 2: Die Liquidation der Staatsschulden durch finanzielle Repression, ausgewählte Länder, 1945-1955

Quelle: Reinhart, Sbrancia (2011), S. 40

### 3.4 Die Rolle der Inflation

Die Inflation, im Zusammenwirken mit der Finanzrepression, spielte eine wichtige Rolle in der Vergangenheit, sowohl bei Begrenzung der Zinsausgaben als auch bei Reduktion der Staatsschulden. Wenn die Maßnahmen der Finanzrepression mit dem Inflationsmechanismus unterstützt werden, kann der Effekt der Schuldenliquidierung noch stärker ausfallen. Insofern ist die Finanzrepression bei der Liquidierung von Staatsschulden dann am effektivsten, wenn sie von einer stetigen Inflation begleitet wird. Die Inflation muss dabei nicht überraschend auftreten und nicht mal hoch sein. Um einen Schuldenverringerungs-Effekt im Zusammenspiel mit Finanzrepression auszulösen, soll die Inflationsrate anhaltend positiv sein. So reduziert China durch eine Kombination aus kontrollierten niedrigen Zinssätzen, gelenkten Krediten und einer anhaltenden positiven Inflation seit Jahren wirksam ihre Inlandsschulden.<sup>219</sup>

Genauso wie die Finanzrepression kann die Inflation nur die Inlandsschulden schmelzen lassen. Mit der Finanzrepression gepaart, entfaltet sie ihre Wirkung auf die Schuldenreduktion am stärksten dann, wenn die Zinssätze nicht in der Lage sind, auf Inflationserwartungen bzw. den -anstieg zu reagieren. Diese ist in folgenden Fällen möglich: (i) wenn die Zinssätze entweder reguliert oder vorbestimmt sind (z.B. mittels Finanzrepression), (ii) wenn alle Schuldtitel des Staates festverzinslich und langfristig sind, und wenn die Regierung keine neuen Finanzierungsbedürfnisse hat (In diesem Fall würden die Zinssätze selbst in der Abwesenheit der Finanzrepression nicht reagieren, weil die langfristigen Schuldtitel die Erhöhung der Zinskosten durch Inflation, welche bei kurzfristigen Schuldtiteln wegen sofortiger Anpassung entstehen

<sup>219</sup> Vgl. Reinhart, Rogoff, Kirkegaard (2011), S. 23 ff. [online].

würde, vermeiden würden.), (iii) oder, wenn ein überraschender Inflationsschub fast alle oder alle Schulden liquidieren würde. In weiterer Folge wird sich diese Arbeit auf den ersten Fall, wenn die Zinssätze geregelt bzw. gedeckelt sind, also bei Anwesenheit der Finanzrepression, fokussieren.<sup>220</sup>

Bereits aus folgender Gleichung,  $[r_t = \frac{i_{t-1} - \pi_t}{1 + \pi_t}]$  bzw.  $[r = (i - \pi)]$ , wird deutlich, dass für jeden gegebenen Nominalzinssatz eine erwartete höhere Inflation den Realzinssatz verringert und diese beim bestimmten Verhältnis zwischen dem Nominalzinssatz und der Inflationsrate zu einem negativen Realzinssatz führt.<sup>221</sup> Insofern ergeben sich aus den Jahren mit negativen Realzinsen die Liquidationsjahre der Schulden. Weiterhin erzeugt eine höhere Inflationsrate bei einem gegebenen Zinssatz für jedes Liquidationsjahr eine höhere Ersparnis für den Staat.<sup>222</sup>

Reinhart und Sbrancia betrachten in deren Studie zwei Fälle der Inflationswirkung in einer finanzrepressiven Umgebung: eine unerwartete höhere Inflation (unanticipated Inflation) bzw. einen überraschenden Inflationsschub und eine erwartete höhere Inflation.<sup>223</sup> Den Studien-Ergebnissen zur Folge, ergeben sich aus einer unerwartet höheren Inflation unterschiedliche Inflationswirkungen (wie unten dargestellt), jedoch bewirkt sie beim gleichzeitigen Auftreten mit der Finanzrepression niedrigere Ersparnisse für den Staat. Die unterschiedlichen Effekte der Schuldenreduktion, welche aus der Finanzrepression und unerwartet höheren Inflation ausgehen, werden mithilfe der Budgetgerade dargestellt:<sup>224</sup>

$$(3.4.) \quad g_t + \frac{1+i_{t-1}}{1+\pi_t} b_{t-1} = \tau_t + b_t + \left( h_t - \frac{h_{t-1}}{1+\pi_t} \right)$$

wobei die linke Seite der Budgetgerade die Staatsausgaben und die rechte die Staatseinnahmen bzw. Finanzierungsseite des Staates darstellen. Die Ausgabenseite wird durch laufende reale Staatsausgaben  $[g_t]$  und Zinszahlungen auf die bereits bestehende Staatsschulden determiniert, während die Finanzierungsseite durch Steuereinnahmen  $[\tau_t]$ , Neuverschuldung  $[b_t]$  und einem Seigniorageeffekt  $\left( h_t - \right.$

<sup>220</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 31 ff.

<sup>221</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 31 ff.

<sup>222</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 31 ff.

<sup>223</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 40 ff.

<sup>224</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 24 ff.; und Zimmermann, Bayer (2012), S. 600 ff. [online].

$\frac{h_{t-1}}{1+\pi_t}$ ) mit  $[h_t]$  als monetäre Basis bestimmt wird. Um den anteilmäßigen Reduktionseffekt darzustellen, wird die Budgetgerade um drei relevante Zinssätze angepasst:<sup>225</sup>

- Ex-ante Realzinssatz:  $1 + r_t^A = \frac{1+i_{t-1}}{1+\pi_t^e}$
- Ex-post Realzinssatz:  $1 + r_t^P = \frac{1+i_{t-1}}{1+\pi_t}$
- Ex-ante marktkonforme Realzinssatz:  $1 + r_t^F = \frac{1+i_{t-1}^F}{1+\pi_t^e}$

Der anteilmäßige Reduktionseffekt sieht wie folgt aus:<sup>226</sup>

$$(3.5.) \quad g_t + (1 + r_t^F)b_{t-1} - \underbrace{(1 + r_t^A) \frac{\pi_t - \pi_t^e}{1 + \pi_t} b_{t-1}}_{\text{Effekt einer unerwartet höheren Inflation}} - \underbrace{\frac{i_{t-1}^F - i_{t-1}}{1 + \pi_t^e} b_{t-1}}_{\text{Effekt der FR}}$$

$$= \tau_t + b_t + \left( h_t - \frac{h_{t-1}}{1 + \pi_t} \right)$$

In der angepassten Budgetgleichung werden die Ausgaben des Staates, also die laufenden realen Staatsausgaben  $g_t$  und die Zinszahlungen auf bereits bestehende reale Staatsschulden  $[(1 + r_t^F)b_{t-1}]$  um die Effekte der unerwartet höheren Inflation  $[(1 + r_t^A) \frac{\pi_t - \pi_t^e}{1 + \pi_t} b_{t-1}]$  und Finanzrepression  $[\frac{i_{t-1}^F - i_{t-1}}{1 + \pi_t^e} b_{t-1}]$  gekürzt. Mit  $\pi_t$  wird die realisierte Inflationsrate (ex-post), und mit  $\pi_t^e$  die erwartete (ex-ante) Inflationsrate dargestellt.<sup>227</sup>

Wie man der angepassten Budgetgerade entnehmen kann, ergibt sich der Effekt einer unerwartet höheren Inflation eigentlich aus der Differenz zwischen der realisierten und erwarteten Inflationsrate multipliziert mit den Kosten auf die Staatsschuld der Vorperiode. Ähnlich resultiert der Effekt der Finanzrepression aus der Differenz zwischen dem Markt- und geltendem Nominalzinssatz multipliziert mit dem realen Schuldenstand. Dementsprechend ergibt sich die Wirkung der Inflation auf die Staatsschuldenreduktion.<sup>228</sup>

<sup>225</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 24-26; und Zimmermann, Bayer (2012), S.600 ff. [online].

<sup>226</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 24.

<sup>227</sup> Vgl. Zimmermann, Bayer (2012), S. 600 ff. [online].

<sup>228</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 24 ff.

- *Keine Inflationswirkung*: wenn  $[i_{t-1}^F = i_{t-1}]$  und  $[\pi_t = \pi_t^e]$ , d.h. wenn am Finanzmarkt keine Repressionsmaßnahmen vorhanden sind, und sowohl der marktkonforme dem tatsächlichen Nominalzinssatz, als auch die realisierte Inflationsrate der erwarteten entspricht, dann gibt es für den Staat keine Zinsersparnisse und die Inflation hat keinen Einfluss auf die Staatsschuldenreduktion.
- *Positive Inflationswirkung*: wenn  $[\pi_t > \pi_t^e]$ , d.h. immer wenn die realisierte Inflationsrate höher als die erwartete ist, wird der Effekt der unerwarteten Inflation positiv sein. Für den Staat entstehen somit niedrigere Zinskosten auf die Schuldenlast und die Inflation hat somit eine positive Wirkung auf die Reduktion der Staatsschulden. Umgekehrt gilt auch, wenn die erwartete Inflation höher als die realisierte ist, dann erhöhen sich die Zinskosten für den Staat.
- *Positive Inflationswirkung*: wenn  $[i_{t-1} < i_{t-1}^F]$ , d.h. wenn die Zinsen nicht in der Lage sind, die wahren Finanzierungskosten zu reflektieren, sodass der tatsächliche (gedeckelte) Nominalzinssatz unter dem Marktzinssatz liegt. Dementsprechend erfolgt die staatliche Refinanzierung zu niedrigeren als marktkonformen Zinsen, woraus sich die Zinskosten-Ersparnisse für den Staat ergeben. Die Inflationswirkung ist in dem Sinne hier positiv, weil die gedeckelten Zinssätze auf den Inflationsanstieg und die Inflationserwartungen nicht reagieren können, was sich auf die staatliche Schuldenlast mittelbar positiv auswirkt.
- *Positive, aber niedrigere Inflationswirkung*: wenn gleichzeitig  $[\pi_t > \pi_t^e]$  und  $[i_{t-1} < i_{t-1}^F]$ , dann beeinflusst die Finanzrepression indirekt die unerwartete Inflationsrate, weil der ex-ante Realzinssatz ( $r_t^A$ ) wegen des niedrigeren Nominalzinssatzes auch niedriger ausfällt. Mit anderen Worten, für den gegebenen Terminus  $[\frac{\pi_t - \pi_t^e}{1 + \pi_t}]$  werden die Ersparnisse für den Staat aus einer höheren unerwarteten Inflation in der Präsenz der Finanzrepression niedriger sein.<sup>229</sup>

Im Allgemeinen führt eine, mit Finanzrepression gepaarte, stetige Dosis von Inflation zu einer positiven Wirkung auf die Staatsschuldenreduktion. Die nächste Abbildung verdeutlicht die Inflationswirkung unter Betrachtung von fünf Szenarien in einem Zeitraum von 35 Jahren, darunter auch das Szenario der mit der Finanzrepression gepaarten Inflation, wobei zwei unterschiedliche Inflationsraten betrachtet werden. Aus

<sup>229</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2015), S. 24-26; und Zimmermann, Bayer (2012), S. 600 [online].

der Abbildung wird deutlich, dass die stärkste Hebelwirkung bei der Reduktion der Staatsschulden sich aus der Kombination von Finanzrepression und einer höheren Inflationsrate ergibt.<sup>230</sup>

Szenario	Reales BIP-Wachstum	Inflationsrate	Primärsaldo	10-jähr. Zinssatz	Auswirkung auf Schuldenquote
Normal	2 %	1,9 %	2 %	3,9 %	62 %
Deflation	1 %	-0,5 %	0,5 %	2 %	128 %
Inflation	1,5 %	8 %	2 %	10 %	71 %
F. Repression 1	2 %	1,9 %	2 %	2 %	38 %
F. Repression 2	2 %	4 %	2 %	2 %	23 %

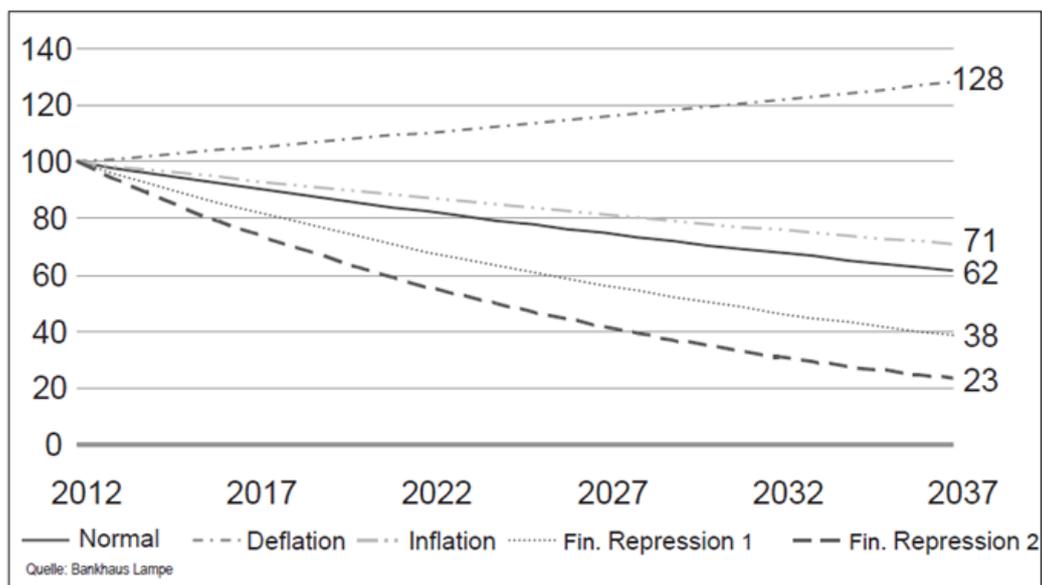


Abbildung 18: Inflationwirkung auf die Entwicklung der Staatsschuldenquote, in % des BIP  
Quelle: Böhnke, Rolfes (2015), S. 52

Abschließend, Reinhart und Sbrancia zu Folge, entfaltet eine stetige, gemäßigte Inflation mehr Wirkung auf die Schuldenreduktion, als eine „Überraschungsinflation“ bzw. unerwartet höhere Inflation. Die Ergebnisse deren Studie zeigen, dass die Rolle, der mit der Finanzrepression gepaarten Inflation, in der Reduzierung der Staatsschulden in erster Linie in der stetigen, gemäßigten Inflation liegt. In der Studie wird festgehalten, dass es sinnvoll wäre, die Inflation zum Abbau der Staatsschulden, sogar außerhalb der Perioden der Finanzrepression, zu nutzen.<sup>231</sup>

<sup>230</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 50-52.

<sup>231</sup> Vgl. Reinhart, Sbrancia (2011), S. 40 ff.

### 3.5 Folgen der Finanzrepression

Der Mechanismus der Finanzrepression stellt für die Staaten eine angenehmere Variante der Schuldenreduktion dar, besonders dann, wenn andere Entschuldungsarten undurchführbar oder unerwünscht sind. Sie ist besonders dann vorteilhaft, wenn im Vergleich mit einer anderen Alternative das Nutzen-Kosten-Verhältnis für die Finanzrepression spricht, wie z.B. bei einem Schuldenschnitt. In dem Sinne würde sie dann „*ein kleineres Übel*“ für den Staat darstellen. Infolgedessen kann man finanzrepressiv implizierte Reduktion der Staatschulden als einen positiven Effekt der Finanzrepression betrachten.<sup>232</sup> Jedoch steht diesem Effekt eine Vielzahl an negativen Folgen entgegen:

1. „*Enteignung der Sparer*“: Eine der offensichtlichen Konsequenzen der Finanzrepression ist sog. Enteignung der Sparer. Die Finanzinstitute geben ihren niedrigen Einlagezinsen an deren Kunden weiter. Dies impliziert, dass unterschiedlichste Sparformen und Lebensversicherungen so niedrige Renditen liefern, dass das Angesparte viel geringer ausfällt. Wenn aber die Realrenditen negativ ausfallen, dann fressen diese die Kaufkraft des Ersparten bzw. Angelegten weg und es entsteht sog. Enteignung der Sparer. Dementsprechend werden, neben den Haltern von Staatsanleihen, auch die Sparer, Lebensversicherungskunden, Rentner, etc. indirekt besteuert und das Vermögen wird willkürlich vom Sparer zum Staat gelenkt.<sup>233</sup>
2. *Verzerrung der Investitionsentscheidungen*: Eine weitere Konsequenz wären die verzerrten Spar- und Investitionsentscheidungen. Die Niedrigzinspolitik könnte die Sparer bzw. Anleger dazu bewegen, nach ertragreicheren Kapitalanlagen, nicht nur im Inland, sondern auch im Ausland, zu suchen. Eine mögliche Folge davon wäre eine höhere Volatilität des Aktienmarktes oder sogar Kapitalflucht.<sup>234</sup> Darüber hinaus könnten Anreize entstehen, das Sparen durch Konsumieren auszutauschen. Dies könnte die geplante kapitalgedeckte Altersvorsorge gefährden, weil die Ersparnisse zu wenig oder überhaupt nicht gebildet werden.<sup>235</sup>

---

<sup>232</sup>Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 739-742 [online].

<sup>233</sup> Vgl. Zimmermann, Bayer (2012), S. 603 ff. [online].

<sup>234</sup> Vgl. Zimmermann, Bayer (2012), S. 603 ff. [online].

<sup>235</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.735-739 [online].

3. *Fehlallokation des Kapitals*: Die Finanzrepression kann zu einer Fehlallokation vom Risiko und Kapital führen. Aufgrund der staatlich induzierten Kapitalumverteilung, könnten die Sparer bzw. Anleger die risikoreicheren Anlagen bevorzugen und somit mehr Risiko eingehen, als sie ohne die Niedrigzinspolitik gemacht hätten. Solche Verzerrung der Anlageentscheidungen entfaltet die Gefahr zur Bildung der Vermögenspreisblasen.<sup>236</sup>
4. *Aufschiebung der notwendigen Reformen*: Die Einsparungen aus der Niedrigzinspolitik ermöglichen den Staaten, erforderliche Ausgabenkürzungen und Reformen aufzuschieben, anstatt diese sofort durchzuführen.<sup>237</sup>
5. *„Bankenkrise-Staatsschuldenkrise“ – ein Teufelskreis*: Die stetige Ausweitung der Ankäufe von Staatsanleihen könnte zu einer Teufelsspirale aus Staatsschulden- und Bankenkrisen führen. Sobald das Risiko eines Staates steigt, sinkt der Wert von Staatsanleihen, was zu niedrigeren Bilanzgewinnen der Banken, welche im Besitz dieser Anleihen sind, führt. Wenn die Abwertung der Anleihen aber so stark wird, dass die Banken dadurch in eine bedrohliche Lage gebracht werden, und wenn diese Banken noch als systemrelevant gelten, muss der Staat diese retten. Die Bankenrettung impliziert einen weiteren Anstieg der Schuldenstandquote, ihr Anstieg wiederum ein höheres Kreditrisiko für den Staat, dieses wiederum ein sinkendes Rating und weitere Abwertung der Anleihen, was wiederum zu negativen Konsequenzen für die Bankbilanzen führt.<sup>238</sup>
6. *Inflationsgefahr*: Als weitere Folge der Finanzrepression kann die Inflationsgefahr genannt werden. Wenn eine Zentralbank mit Anleihekäufen das Ziel verfolgt, billigere Refinanzierung des Staates zu sichern, entsteht ihr gegenüber Misstrauen seitens der Wirtschaftssubjekte. Dieses kann dazu führen, dass die Zentralbank die Inflationserwartungen nicht mehr auf einem geringen Niveau halten kann. Der Staat könnte den Druck ausüben, die Zentralbank immer mehr für die Interessen der Fiskalpolitik zu nutzen, was ihre Unabhängigkeit gefährden und dies wiederum zu höherer Inflationsgefahr führen könnte. Die EZB kann ebenfalls von diesen Wirkungen betroffen sein, auch wenn sie keine Anleihekäufe direkt leistet, sondern über andere Banken, indem sie

---

<sup>236</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.748-750 [online].

<sup>237</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.749 [online].

<sup>238</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.748-750 [online].

ihnen reichlich Liquidität zu niedrigem (derzeit 0,00 %) Leitzinssatz zur Verfügung stellt. Dabei muss erwähnt werden, dass die EZB darauf beharrt, die expansive Geldpolitik sei da, um die Wirtschaftsstabilisierung und Ankurbelung des Wachstums in der Währungsunion zu gewährleisten und nicht um die Staatsschulden zu reduzieren.<sup>239</sup>

Aus dem oben Angeführten lässt sich schließen, dass positive Effekte der Finanzrepression insbesondere für die Schuldner, und zwar am meisten für den Staat, entstehen. Ein starkes Wirtschaftswachstum wäre natürlich der beste Modus der Entschuldung, aber ein Wirtschaftsboom ist nach den Finanz- und Bankkrisen eher unwahrscheinlich, wie es die Vergangenheit zeigte. Demzufolge, wenn die Staatseinnahmen nicht durch höhere Wachstumsraten, und/oder höhere Steuern aufgestockt werden können, die Staaten aber deren angehäuften Schulden reduzieren müssen, bleibt denen nicht viel mehr Auswahl, als die Finanzrepression oder einen Schuldenschnitt einzuführen.<sup>240</sup>

### 3.6 Finanzrepression im Euroraum

*„Governments are once again finding ways to manipulate markets to hold down the cost of financing debt.”*

*Reinhart, Kirdegaard, Sbrancia, (2011), S. 22*

Die hohen Staatsschulden prägen heutzutage nicht nur die Finanzsituation der europäischen Staaten, sondern auch die der Industriestaaten weltweit. Seit der Finanzkrise 2008 sind die Gewährleistung der Stabilität der Währungsunion und die Reduktion der Staatsschulden eine ständige politische Herausforderung für die Regierungen in Europa. In Bezug auf viele Maßnahmen zur Reduktion der Staatsschulden, stellt sich immer wieder die Frage, ob sich Europa in einer Finanzrepression befindet.<sup>241</sup>

Aus der Analyse der Niedrigzinspolitik in Europa geht hervor, dass diese nicht unbedingt ein Indikator für die Finanzrepression sein muss, sondern lediglich viel mehr als Folge der Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur und des Finanzsystems, nach der Finanzkrise 2008, gesehen werden kann. Es mag zutreffen, dass die Nied-

---

<sup>239</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.748-750 [online].

<sup>240</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 739-742 [online].

<sup>241</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 43.

rigzinspolitik ursprünglich diesem Zweck gewidmet war und dass es extrem schwierig ist, die finanzrepressive von der Stabilisierungspolitik abzugrenzen.<sup>242</sup> Allerdings sind in der EU, neben der Politik der niedrigen Zinsen, auch andere typische Maßnahmen der Finanzrepression präsent, welche nicht ignoriert werden können.<sup>243</sup> Aus diesem Grund muss, für die oben gestellte Frage, „Finanzrepression“ als Antwort für den Euroraum lauten.<sup>244</sup>

Diese Schlussfolgerung wird von neuesten Entwicklungen im Euroraum bestätigt, und zwar durch den von EZB im März 2016 auf das rekordniedrige Niveau gesenkten Leitzinssatz von 0,00 %<sup>245</sup>; den vom inländischen Finanzsektor gehaltenen Anteil an Regierungsschulden der Mitgliedsstaaten, der sich seit 2007 mehr als verdoppelt hat<sup>246</sup>; und durch die Risikodarstellung der Staatsanleihen im Basel III oder Solvency II.<sup>247</sup>

Um ausreichende Refinanzierung zu sichern, haben Staaten in Europa mittels bestimmter Regulierungen eine künstliche Zusatznachfrage nach Staatsanleihen geschaffen, welche sonst nicht bestehen würde. Ferner wurden die Großinvestoren, vor allem Banken, Pensionsfonds und Versicherungen an den Kauf dieser gebunden.<sup>248</sup> Basel III oder Solvency II sind gute Beispiele dafür. So sind die Banken nach Basel III verpflichtet, einen Teil deren Vermögens in hochliquiden Aktiva zu halten, d.h. in vielen Wertpapieren, welche sie schnell ins Geld umtauschen können. Zu diesen werden die Staatsanleihen gezählt, nicht aber die Unternehmensanleihen. Die Staatsanleihen werden, wie schon oben beschrieben, trotz negativer Erfahrung aus der Vergangenheit, als risikofrei eingestuft, weswegen deren Haltung keine Unterlegung des Eigenkapitals erfordert.<sup>249</sup> Demgegenüber stehen Kredite, Darlehen oder Aktien, welche aufgrund des höheren Risikos auch eine höhere Kapitaldeckung bedürfen.<sup>250</sup> Infolgedessen können Staatsanleihen anderen, risiko- aber auch rendite-reicheren Anlagekategorien, wie z.B. Unternehmensanleihen oder Aktien, vorgezo-

---

<sup>242</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 600 ff. [online].

<sup>243</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 53 ff.

<sup>244</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.738 [online].

<sup>245</sup> Vgl. Andrea Cünnen A. in Handelsblatt (2016), S. 2 [online].

<sup>246</sup> Vgl. Becker, Ivashina (2014), S. 1-3 [online].

<sup>247</sup> Vgl. Shepherd, S. in Research Affiliates (2013), o.S. [online].

<sup>248</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 600 ff. [online].

<sup>249</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 50-52.

<sup>250</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 731 [online].

gen werden.<sup>251</sup> Dadurch kann der Anteil der von den Banken gehaltenen Staatsanleihen deutlich steigen. Dieser Anstieg fand in den letzten Jahren in Europa tatsächlich statt.<sup>252</sup>

Die Regierungen in der EU haben Einiges unternommen, um einen billigeren Schuldendienst zu verschaffen, von Bildung einer höheren Nachfrage nach Schuldtiteln bis zum direkten Eingriff auf private Ersparnisse.<sup>253</sup> Die seit der Finanzkrise angestiegene Platzierung von öffentlichen Schulden in Rentenfonds und andere heimische Finanzinstitutionen, wiedereingeführte gedeckelte Zinssätze auf Bankeinlagen, wie z.B. in Spanien, sowie gestiegene Mindestanforderungen an den Staatsanleihebestand in den jeweiligen Staaten stellen deutliche Anzeichen der Finanzrepression im Euro-raum dar (Tabelle 3).<sup>254</sup>

Frankreich	<p><a href="#">Liquidation des „Fonds de Reserve Pour Les Retraites (FFR)“ (2010)</a> Die Französische Regierung verabschiedete eine Gesetzesänderung, die es erlaubt, den 37 Mrd. Euro umfassenden FFR dazu zu verwenden von 2011 bis 2024 jährlich 2,1 Mrd. Euro an die Regierungsbehörde „Caisse d’Amortissement de la Dette Sociale (CADES)“ zu zahlen. Dessen ursprüngliche Aufgabe war es, das Rentensystem nach 2020 langfristig finanziell zu unterstützen. Im Jahre 2024 werden zudem alle verbleibenden Vermögenswerte an die CADES überschrieben. Der FFR wurde folglich zu einem Käufer inländischer Staatsschulden umfunktioniert.</p>
Irland	<p><a href="#">Verwendung des „Ireland National Pension Reserve Fund (NPRF)“ zur Bankenrekapitalisierung (2010)</a> Das irische Parlament verabschiedete eine Gesetzesänderung, die den NPRF anordnet, in irische Staatsschulden zu investieren. Damit könnten bis zu 17,5 Mrd. Euro zur Rekapitalisierung der irischen Banken verwendet werden. Ursprünglich sollte der NPRF die langfristigen Rentenkosten des irischen Wohlfahrtssystems und des öffentlichen Dienstes finanzieren. Die Gesetzesänderung erlaubt es der irischen Regierung ebenfalls, Investitionsaufwendungen von 2011 bis 2013 durch den NPRF zu finanzieren.</p> <p><a href="#">Abgabe auf private Rentenkassen (2011)</a> Die irische Regierung hat eine 0,6%ige Abgabe auf private Rentenkassen erhoben, um Arbeitsplatzschaffungsmaßnahmen zu finanzieren.</p>
Portugal	<p><a href="#">Übertragung des privatisierten Rentenprogramms der „Portugal Telecom“ auf die portugiesische Regierung (2010)</a> Die portugiesische Regierung war durch die Übertragung des privatisierten Rentenprogramms in der Lage, 2,8 Mrd. Euro (1,6% des BIP) zusätzliche Einnahmen zu verbuchen, was es ihr ermöglichte, die jährlichen Defizitreduzierungsziele der EU einzuhalten.</p>
Spanien	<p><a href="#">Zinssatzdeckelungen auf Einlagenzinssätze (2010)</a> Das spanische Finanzministerium zwang die Banken, die Einlagenzinsen oberhalb der marktconformen Zinssätze festzusetzen. Damit wurde der Beitrag der Banken zum staatlichen Einlagensicherungsfonds verdoppelt.</p>
Großbritannien	<p><a href="#">Steigerung der Mindestanforderungen von Staatsanleihenbeständen (2009)</a> Die britische „Financial Services Authority“ hat ihre Mindestanforderungen von Staatsanleihenbeständen an inländische Finanzinstitute und an Tochtergesellschaften ausländischer Banken in Großbritannien um ca. 110 Mrd. Euro erhöht. Zusätzlich wurde verlangt, dass die Finanzinstitute allein im ersten Jahr ihren Finanzbedarf an kurzfristigen Finanzierungsmitteln um 20% kürzen.</p> <p><a href="#">Privatisierung der „Royal Mail“ (2011)</a> Durch die Privatisierung der „Royal Mail“ werden geschätzte 23,5 Mrd. Euro an Vermögenswerten und 29,4 Mrd. Euro an Verpflichtungen an das britische Finanzministerium transferiert.</p>

Tabelle 3: Maßnahmen der Finanzrepression in Europa

Quelle: Zimmermann (2012), S. 602

<sup>251</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 50-52.

<sup>252</sup> Vgl. Zimmermann, Baier (2012), S. 600 ff. [online].

<sup>253</sup> Vgl. Reinhart, Kirkegaard, Sbrancia (2011), S. 25 [online].

<sup>254</sup> Vgl. Reinhart (2012), S. 43 ff.

Die angeführten Beispiele zeigen deutlich, dass die Regierungen in Europa die Finanzrepression benutzen, um die staatlichen Bilanzen zu verbessern.<sup>255</sup> In Portugal ist man sogar so weit gegangen, die Gelder aus einem Rentenprogramm als Kapitalzuschuss zur Verringerung des Defizits zu nutzen. In Irland wurde das Kapital aus den Rentenfonds zur Rekapitalisierung der Banken verwendet. Schon die Bindung der Rentenfonds an die Staatsanleihen stellt eine bedenkliche Maßnahme dar. Mit der Nutzung des Kapitals aus den Rentenfonds zur Begleichung der Staatsschulden und Rettung der Banken werden gewisse moralisch-ethische Grenzen eindeutig überschritten, wobei dies weder in den Öffentlichkeit noch in der Fachliteratur bisher andiskutiert wurde. In den EU-Gremien scheint man nur froh zu sein, wenn bestimmte Mitgliedsstaaten die Vorgaben bzgl. des Haushalts und Defizits erfüllen können.

### **3.6.1 Gefahren der Finanzrepression für den Euroraum**

Wie schon erwähnt, sind die Maßnahmen der Finanzrepression im Euroraum in einem breiten Umfang präsent. Diese erstrecken sich von der langfristigen Niedrigzinspolitik der EZB, über Kontrollen des Kapitalverkehrs in Zypern, bis zur Schaffung der Zusatznachfrage nach Staatsanleihen. Die negativen Realzinssätze führen zur Entschuldung der Staaten auf Kosten ihrer Gläubiger.<sup>256</sup> Auch wenn die negativen Realzinsen den Staaten helfen können, deren Schuldenberge abzubauen, können diese schwerwiegende Folgen mit sich ziehen.<sup>257</sup> Diese Folgen spiegeln sich u.a. in der Entwertung des Geldvermögens, welche zu einem unmittelbaren Wohlfahrtsverlust führt. Ferner löst die finanzielle Repression nicht nur eine Umverteilung des Vermögens vom Privat- zum Staatssektor aus, sondern auch zwischen den Staaten innerhalb der Eurozone. Überdies werden durch finanzielle Repression und damit einhergehende niedrige Zinsen die Sparanreize vernichtet.<sup>258</sup> Die möglichen Konsequenzen der finanzrepressiven Maßnahmen für den Euroraum werden im Weiteren erläutert.

#### **3.6.1.1 Umverteilungseffekte**

Aufgrund der einheitlichen Niedrigzinspolitik und verschiedenen nationalen Inflationsraten kommt es zu unterschiedlichen Realzinssätzen in den jeweiligen Ländern der

---

<sup>255</sup> Vgl. Shepherd, S. in Research Affiliates (2013), o.S. [online].

<sup>256</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.736-739 [online].

<sup>257</sup> Vgl. Zimmermann, Bayer (2012), S. 602 ff. [online].

<sup>258</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 50-52.

Eurozone. Diese führen im Weiteren zu unterschiedlichen Entschuldungs- und Kosten-Nutzen-Effekten im Euroraum. So entfaltet die Niedrigzinspolitik einerseits einen höheren Entschuldungseffekt bei den nördlichen Staaten, weil diese niedrigere Verschuldung und somit bessere Ratings sowie niedrigere negative Realzinssätze aufweisen, als die südeuropäischen Problemstaaten. Andererseits, obwohl die südeuropäischen Mitgliedsstaaten einen Schuldenrückgang dringender brauchen würden, führt diese Politik bei denen aufgrund des niedrigeren Ratings und somit höherer Risiko- und Renditemessung zu einer niedrigeren Entschuldung als bei den nördlichen Staaten. Dementsprechend profitieren verschiedene Eurostaaten ungleich von der Niedrigzinspolitik, wie die Abbildung 19 verdeutlicht.<sup>259</sup>

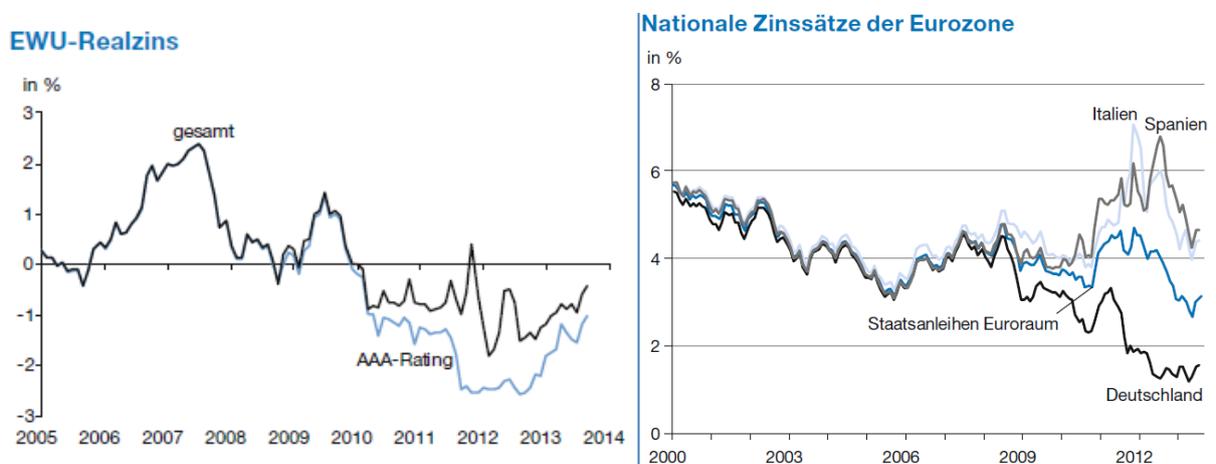


Abbildung 19: Realzinssatz in der Eurozone (Rendite auf 1-jährige Staatsanleihen abzüglich tatsächlicher Inflation) [links]; und Unterschiede in der Entwicklung des Staatsanleihen-Zinses nach der Finanzkrise in der Eurozone [rechts]

Quelle: Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.734, 738

Dabei bezieht sich der vorhin erwähnte Profit aus der Entschuldung ausschließlich auf den Staatssektor. Jedoch, für die Beurteilung des gesamtwirtschaftlichen Nutzens bzw. der Kosten, muss das gesamtwirtschaftliche Nettogeldvermögen, also Saldo aus den Forderungen und Verbindlichkeiten, in die Betrachtung einbezogen werden. Dadurch, dass die Mehrzahl der Euroländer ein negatives Nettogeldvermögen aufweist und nur vier von denen ein positives, müssen diese Länder höhere Kosten der finanzrepressiven Niedrigzinspolitik tragen. Infolgedessen kommt es zu Wohlfahrtseinbußen in diesen Ländern vor. Durch die Unterschiede im Nettogeldvermögen der Eurostaaten wird die finanzrepressive ineffiziente Kapitalallokation nur noch verstärkt, d.h. es entfaltet sich eine ineffiziente Vermögensverteilung, nicht nur zwi-

<sup>259</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.735-739 [online].

schen den Sektoren innerhalb eines Landes, sondern auch zwischen den Ländern des Euroraumes.<sup>260</sup>

Die Betrachtung der Auswirkungen dieser Politik auf den Privatsektor und dessen Geldvermögen, rückt die Frage der Gerechtigkeit der Finanzrepression noch stärker in den Vordergrund. Das unterschiedliche Geldvermögen in Kombination mit unterschiedlichen Realzinssätzen löst ungleich hohe Verteilungseffekte. In denjenigen Staaten, wo das private Geldvermögen höher liegt, bringt die Niedrigzinspolitik eine höhere Umverteilung des Vermögens von Sparern zu Gläubigern, womit die Entwertung dieses Vermögens höher ist und die Sparer bzw. Anleger in den betreffenden Staaten mehr verlieren. Im Endeffekt führt dies dazu, dass Sparer bzw. Anleger in der Eurozone unterschiedlich hohe Kosten der Finanzrepression tragen und unterschiedlich hohe Verluste des Vermögens erleiden. Wenn man diesbezüglich z.B. die Zinssätze auf Bankeinlagen betrachtet, so stellt sich heraus, dass diese im Jahr 2013 bei fünf Euroländern in einem negativen Bereich lagen, während sie bei anderen positive Werte aufwiesen. Von den negativen Realzinssätzen waren wiederum die nördlichen Länder der Eurozone am stärksten betroffen. Für die Sparer aus diesen Ländern brachten die negativen Realzinssätze die größten Sparverluste mit sich. An der zweiten Stelle befinden sich die österreichischen Sparer, was aus der nachstehenden Abbildung sichtbar wird.<sup>261</sup>

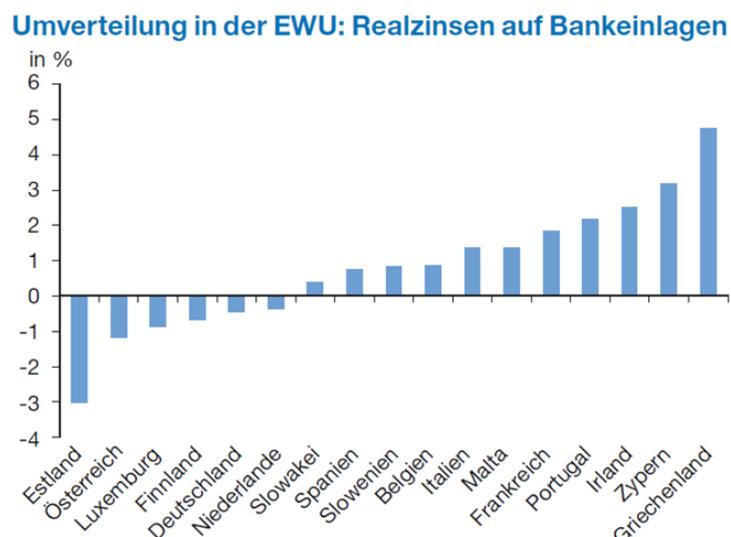


Abbildung 20: Realzinsen auf Bankeinlagen mit Laufzeiten kleiner als 2 Jahre, 2013

Quelle: Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.739

<sup>260</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.731-739 [online].

<sup>261</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S.731-739 [online].

Dadurch, dass Sparkonten, festverzinsliche Wertpapiere und Lebensversicherungen zu beliebtesten Sparformen in Österreich, aber auch in Deutschland, zählen, diese aber in den letzten Jahren alle negative bis Magerrendite abwarfen, erlitten die österreichischen und deutschen Anleger hohe Verluste.<sup>262</sup> Es wird geschätzt, dass die Finanzrepression die deutschen Sparer seit 2010 ca. 200 Milliarden Euro gekostet hat.<sup>263</sup> Aus einer Berechnung der Ersten Bank geht hervor, dass sich die Verluste der österreichischen Sparer bzw. Anleger, für den Zeitraum von 2010-2014, auf ca. 35 Milliarden Euro belaufen. Demgegenüber standen private Kreditersparnisse von ca. 15 Mrd. Euro, da bei Krediten auch sehr niedrige Zinsen verlangt wurden. Bei Gegenrechnung dieser Werte erhält man in Österreich, trotz erwähnter Ersparnisse, für die vier betrachteten Jahre einen Wohlstandsverlust von ca. 20 Milliarden Euro.<sup>264</sup>

Zudem könnte die Finanzrepression die Verteilungsgerechtigkeit innerhalb der Gesellschaftsstrukturen negativ beeinflussen. Dies wird dadurch verursacht, dass manche Teile der Bevölkerung nur in die niedrigverzinsten Spargbücher, Lebensversicherung, etc. anlegen können, während die Anderen, aufgrund der besseren Liquidität in andere Vermögenswerte, z.B. Aktien oder Immobilien, investieren, woraus viel höhere Rendite zurückfließen.<sup>265</sup> Die Kleinsparer bzw. deren Ersparnisse verlieren durch die Finanzrepression und langanhaltende Niedrigzinspolitik an Kaufkraft, während diese bei den vermögenderen Bevölkerungsschichten aufgrund der ertragsreicheren Anlagen steigt. Dementsprechend könnte der Lebensstandard bei einem Großteil der Bevölkerung in der Zukunft fallen. Die schon bestehende Kluft zwischen Arm und Reich kann dadurch, nicht nur in der Eurozone, sondern auch in den Industriestaaten im Allgemeinen, noch größer werden.<sup>266</sup>

Die möglichen negativen Effekte der Finanzrepression sind besorgniserregend. Sie stellen auch für die ganze politische Ordnung in der EU eine Gefahr dar. Die ineffiziente Umverteilung kann zu Konflikten zwischen unterschiedlichen Gesellschafts-

---

<sup>262</sup> Vgl. Oberenzer A. in *Finanzielle Intelligenz* (2015), o.S. [online].

<sup>263</sup> Vgl. *derStandard.at* (2016): EZB-Politik kostet deutsche Sparer 200 Milliarden Euro, o.S. [online].

<sup>264</sup> Vgl. *Die Presse.com* (2015): Niedrige Zinsen: Jeder verliert 2366 Euro, o.S. [online].

<sup>265</sup> Vgl. Allianz J. in *Ludwig Erhard Stiftung* (2015), o.S. [online].

<sup>266</sup> Vgl. Allianz J. in *Ludwig Erhard Stiftung* (2015), o.S. [online].

schichten und unterschiedlichen Staaten führen. Dies ist an aktuellem Zuwachs des Rechtspopulismus und der EU-Feindlichkeit schon bemerkbar.<sup>267</sup>

### 3.6.1.2 Niedrigzinspolitik

Seit Beginn der europäischen Finanz- und Schuldenkrise ist der Leitzinssatz im Euro-raum stetig gefallen, bis er letztendlich im März 2016 einen rekordtiefen Wert von 0,00 % erreichte. Bei den restlichen EU-Mitgliedsstaaten befanden sich die Leitzinssätze auch nahe Null, mit Ausnahme von Schweden, wo dieser sogar einen negativen Wert von -0,5 % verzeichnete.<sup>268</sup> Demnach können sich die Banken im Euro-raum sehr billig, besser gesagt „gratis“, bei der EZB kreditieren. Diese Entwicklung des Leitzinssatzes wird von einem negativen Einlagezins für Banken (-0,4 %) begleitet. Dementsprechend müssen die Banken für das Deponieren des Geldes bei der EZB seit März 0,4 % an Strafzinsen zahlen. Die Begründung dafür lautet, die Banken sollen Kredite vergeben und somit Investitionen fördern, die Wirtschaft ankurbeln und sehr niedrige Inflationsraten nach oben treiben.<sup>269</sup> Jedoch, aufgrund der noch immer hohen Ausfallrisiken, besonders in den südeuropäischen Staaten, und dem schwachen Wirtschaftswachstum und somit schwacher Nachfrage nach Krediten, hat diese Maßnahme nicht viel bewirkt, außer dass das Kapital seinen Preis, nämlich den Zins, verliert.<sup>270</sup>

Ferner bewirken diese Zinsen eine sinkende Entwicklung beim Tages- und Festgeldzinssatz, weil sich die meisten Sparzinsen an den Leit- und Einlagezinssatz der EZB orientieren. Aus dieser Zinspolitik können womöglich Vorteile für die höchst verschuldeten Staaten Europas entstehen. Aufgrund des negativen Einlagezinses könnten sich aus der gesamtwirtschaftlichen Betrachtung mehrere unerwünschte Folgen ergeben:<sup>271</sup>

- Die Bankgewinne werden reduziert, der Aufbau des Eigenkapitals aus diesen erschwert. Um diesen Effekt auszugleichen, werden Steuerzahler und Sparer stärker zur Kasse gebeten.

---

<sup>267</sup> Vgl. Allianz J. in Ludwig Erhard Stiftung (2015), o.S. [online].

<sup>268</sup> Vgl. OeNB, Standardisierte Tabellen, Leitzinssätze, o.S. [online].

<sup>269</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): EZB hält Leitzins auf Rekordtief von 0,0 Prozent, o.S. [online].

<sup>270</sup> Vgl. Kaiser S. in Spiegel Online (2016): EZB senkt Zins auf Null: Volles Risiko, o.S. [online].

<sup>271</sup> Vgl. Polleit T. in Handelsblatt (2013): Wenn Geldpolitiker Katastrophen schüren, S. 2 [online].

- Die Investitionen erfolgen vermehrt in den „sicheren“ Staatsanleihen, weswegen weniger Kredite an Unternehmen und Private vergeben werden.
- Die Banken im Euroraum geben den Negativzins an deren Privatkunden weiter, die effektive Verzinsung auf Bankeinlagen wird negativ, der Nominalwert der Ersparnisse verringert sich. Die Verluste der Kundschaft werden zu Bankgewinnen, woraus neues Eigenkapital für die Bilanzen erschaffen wird.
- Ein Negativzins ist alles andere als ein Anreiz für die Auslandsinvestoren, ihr Kontoguthaben im Euro zu beziehen, die Nachfrage nach Euro sinkt und der Euro wertet ab.<sup>272</sup> Dem deutschen Finanzminister Schäuble zu Folge, zerstöre die Politik des Null- und Negativzinses das Vertrauen in Euro.<sup>273</sup>

Eine weitere Gefahr dieser Politik für die Eurozone stellt die Bildung der Vermögenspreisblasen, z.B. an Aktien- oder Immobilienmärkten. Aufgrund des negativen Realzinses wird für die Anleger nicht möglich sein, gewünschte Erträge zu erwirtschaften, weshalb diese bei Alternativenanlagen wie Immobilien, Gold oder Aktien nach der besseren Rendite suchen. Aufgrund der Entwicklung des Aktienindizes und der Immobilienpreise in bestimmten Regionen des Euroraumes wird vermutet, dass dieser Wechsel in die Alternativenanlagen im bestimmten Ausmaß bereits stattgefunden hat. Das sehr hohe Niveau, auf welchem sich diese Vermögensklassen befinden, deutet auf ein Risiko der gefährlichen Preisblasenbildung.<sup>274</sup>

### **3.6.1.3 Expansive Geldpolitik**

Seit der Finanzkrise 2008 führt die EZB im Rahmen der Stabilisierungspolitik verschiedene Wertpapier-Kaufprogramme APP<sup>275</sup> („expanded asset purchase programme“) durch. In den vergangenen Jahren verfolgte die EZB mit ihrer expansiven Geldpolitik bzw. QE<sup>276</sup> („quantitative easing“) mehrere Ziele. Diese waren vor allem den folgenden Schwerpunkten gewidmet: der Behebung der Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus, Verbesserung der Finanzierungsbedingungen

<sup>272</sup> Vgl. Polleit T. in Handelsblatt (2013): Wenn Geldpolitiker Katastrophen schüren, S. 2 [online].

<sup>273</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Schäuble: EZB-Nullzinspolitik zerstört Vertrauen in den Euro, o.S. [online].

<sup>274</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 55 ff.

<sup>275</sup> Detaillierter unter: European Central Bank, Asset purchase programmes, o.S. [online].

<sup>276</sup> Die Deutsche Bundesbank definiert QE bzw. Quantitative Lockerung als geldpolitische Maßnahmen seitens EZB, mit dem Ziel die Liquidität des Bankensystems zu erhöhen und langfristige Zinsen zu senken. Die Wertpapiere werden im großen Umfang aufgekauft, was die Menge (Quantität) des Zentralbankgeldes erhöht, weswegen die Maßnahme als „Quantitative Lockerung“ bezeichnet wird. Detaillierter unter: Deutsche Bundesbank, Quantitative Lockerung, o.S. [online].

und Kreditvergabe an die Realwirtschaft, Gewährleistung der Preisstabilität<sup>277</sup>, sowie letztlich die Beeinflussung der Inflationserhöhung bzw. der Erreichung ihres angestrebten Wertes „nahe, aber unter 2 %“. Das letzte eingeführte Programm umfasst seit kurzem auch die Käufe von Unternehmensanleihen, eine höhere Geldvolumina (80 statt 60 Mrd. Euro pro Monat) und wird bis September 2017 verlängert.<sup>278</sup> Es wird geschätzt, dass sich die gesamten EZB-Wertpapier-Käufe bis zum Juni 2016 auf ca. 1,8 Billionen Euro belaufen.<sup>279</sup>

Die extrem expansive Geldpolitik der EZB bzw. QE hat die Senkung der Zinsen und eine sehr starke Ausbreitung der Geldbasis zur Folge.<sup>280</sup> Aufgrund dieser Politik wird ein sehr großer Teil der staatlichen Wertpapiere von nationalen Zentralbanken aufgekauft, wodurch diese zu stärksten Gläubigern der Eurostaaten werden.<sup>281</sup> Es entsteht eine künstliche Nachfrage nach Staatsanleihen, wodurch deren Preise in die Höhe und die Zinsen in die Tiefe gedrückt werden, was wiederum zu einer Verknappung der aufkaufbaren Wertpapieren führt.<sup>282</sup> Dies betrifft vor allem Anleihen von „sicheren“ Eurostaaten, weil die Vertrauensverluste bei den südeuropäischen Krisenländern weniger riskante Staatsanleihen noch attraktiver machen. Infolgedessen entsteht eine zu hohe Bewertung der Staatsanleihen, welche sich inzwischen in den sehr niedrigen bzw. negativen Renditen widerspiegelt.<sup>283</sup> So sind seit 2015, immer mehr Staatspapiere mit negativen Renditen vorhanden.<sup>284</sup> Es wird geschätzt, dass ca. 40 % der Staatsanleihen, mit denen in Europa gehandelt wird, eine negative Rendite aufweisen.<sup>285</sup> Wenngleich von diesem sinkenden Trend bisher eher kurzfristige Anleihen des Euroraumes betroffen waren, sind die negativen Renditen seit kurzem auch im Bereich der langfristigen Staatsanleihen sichtbar. Ein Beispiel dafür wäre die Rendite der deutschen Bundesanleihe mit zehnjähriger Laufzeit, welche im Juni dieses Jahres zum ersten Mal einen negativen Wert verzeichnete. Der Trend

---

<sup>277</sup> Vgl. European Parliament (2015), S. 1 ff. [online].

<sup>278</sup> Vgl. European Central Bank, Asset purchase programmes, o.S. [online].

<sup>279</sup> Vgl. Vgl. Hartmann D. in Bantleon, der Anleihemanager (2016), o.S. [online].

<sup>280</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 731 ff. [online].

<sup>281</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Reaktionen: "Die Politik des billigen Geldes zerstört Vertrauen", o.S. [online].

<sup>282</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Reaktionen: "Die Politik des billigen Geldes zerstört Vertrauen", o.S. [online].

<sup>283</sup> Vgl. Zimmermann, Bayer (2012), S. 602 ff. [online].

<sup>284</sup> Vgl. derStandard.at (2016): Deutsche Finanzwelt steht kopf: Wichtiges Papier mit Negativrendite, o.S. [online].

<sup>285</sup> Vgl. Christoph A. Scherbaum, C.A. in FAZ.NET (2016), o.S. [online].

der sinkenden Renditen verbreitet sich auch auf Unternehmensanleihen, welche seit kurzem im Ankaufsprogramm der EZB stehen.<sup>286</sup>

Die Politik des QE ermöglicht einerseits die Reduktion von Zinskosten auf die Staatsschulden und billige Refinanzierung der Eurostaaten. Andererseits werden die Regierungen dadurch „eingeschläfert“, die notwendigen Reformen werden, statt dringend durchgeführt, nur verschleppt. Dieses betrifft vor allem die südeuropäischen Staaten.<sup>287</sup> Es kann sogar bewirken, dass die Regierungen Ausgaben erhöhen, anstatt diese zu senken, was z.B. in Italien beobachtbar war.<sup>288</sup> Die Grenzen der Stabilisierungspolitik und der unmittelbaren Finanzierung der Staaten verwischen, das Vertrauen, dass sich die EZB an die Grenzen ihres Mandats hält, sinkt.<sup>289</sup>

Eine weitere Kritik bezieht sich auf die Verunsicherung der Marktteilnehmer aufgrund der Ausweitung der Geldmengen und seiner „Verbilligung“ mittels Niedrigzinspolitik. Anstatt dass ein Gegeneffekt ausgelöst wird, führt das zu weniger Investitionen und niedrigerem Verbrauch.<sup>290</sup>

Obwohl die expansive Geldpolitik in Europa inzwischen lange durchgeführt wird, scheinen die angestrebten Ziele, Deflationsvermeidung und Inflationsanstieg sowie Investitionsankurbelung mittels Kreditvergabe, bis jetzt nicht im gewünschten Ausmaß eingetreten zu sein.<sup>291</sup> Die Inflation in der Eurozone beläuft sich gegenwärtig auf 0,2 %<sup>292</sup>, was weit vom angestrebten Wert von 2 % ist. Diese ist vor allem auf den sinkenden Ölpreis zurückzuführen. Gleichzeitig wird die angestrebte Inflation durch QE ohne Strukturreformen in den Eurostaaten und ohne anhaltender Austerität seitens Fiskalpolitik schwer zu erreichen sein.<sup>293</sup>

Infolgedessen besteht bei der Politik des QE eher die Gefahr, die europäischen Probleme zu verschlechtern als diese zu lösen. Der Spielraum der EZB wird immer kleiner, der Druck bei Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, etc. wegen kleinerer

---

<sup>286</sup> Vgl. derStandard.at (2016): Deutsche Finanzwelt steht kopf: Wichtiges Papier mit Negativrendite, o.S. [online].

<sup>287</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Reaktionen: "Die Politik des billigen Geldes zerstört Vertrauen", o.S. [online].

<sup>288</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Sinn: Verschuldete Euro-Länder nutzen EZB "hemmungslos" aus, o.S. [online].

<sup>289</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Reaktionen: "Die Politik des billigen Geldes zerstört Vertrauen", o.S. [online].

<sup>290</sup> Vgl. WirtschaftsBlatt (2016): Kritik an EZB-Geldpolitik: "Vollkommen unnötig" und eine "Katastrophe für die Sparer", o.S. [online].

<sup>291</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Wann beginnt die Geldflut der EZB zu greifen?, o.S. [online].

<sup>292</sup> Vgl. WKO Statistik, Inflationsraten, o.S. [online].

<sup>293</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Wann beginnt die Geldflut der EZB zu greifen?, o.S. [online].

Ertragsmöglichkeiten, immer größer.<sup>294</sup> Besonders die Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften könnten es schwer haben, bei anhaltender Niedrigzinspolitik sichere und gleichzeitig ertragsbringende Anlagen, wie einst Staatsanleihen, zu finden. Dies könnte die Substanzerhaltung dieser Wirtschaftssubjekte gefährden.<sup>295</sup>

Die expansive Geldpolitik der EZB und der europäischen Notenbanken dauert inzwischen viel länger als geplant, ohne ihre Ziele im angestrebten Ausmaß erreicht zu haben. Aufgrund dessen und der Tragweite der europäischen Schuldenkrise wird vermutet, dass die EZB und die Notenbanken in der Zukunft „vom Stimulusgeber zu einem Perpetuum Mobile mutieren werden“.<sup>296</sup>

Letzten Endes soll die expansive Geld- und Niedrigzinspolitik seitens EZB den überschuldeten Staaten verhelfen, das Problem der Schuldenkrise zu lösen. Es entsteht aber nur eine vorübergehende und eine scheinbare Besserung. Wenn diese Politik lange anhält, könnte sie katastrophale Auswirkungen für den Euroraum und die EU haben.<sup>297</sup>

### 3.6.2 Ist die Finanzrepression geeignete Lösung für die EU-Schuldenkrise?

Die europäischen Staaten haben nach dem Zweiten Weltkrieg hohe Schuldenberge mittels Finanzrepression erfolgreich abbauen können. Die Annahme, dieser Mechanismus wäre eine gute und vor allem im Vergleich mit anderen Alternativen weniger schmerzhaft Lösung der Schuldenkrise im Euroraum, basiert auf diesem Erfolg. Dennoch dürfen die Rahmenbedingungen, unter welchen die gegenwärtige Finanzrepression in Europa stattfindet und die sich stark von jenen nach dem Zweiten Weltkrieg unterscheiden, nicht außer Acht gelassen werden. So ist z.B. die Verschuldung des Privatsektors viel höher als die in der Nachkriegszeit, was zu einer Umverteilung des Kapitals zwischen zwei schon verschuldeten Sektoren führt. Als Folge davon wird das Nettovermögen des Privatsektors reduziert. Zudem spielen die Staatsanleihen in der Finanzwirtschaft heutzutage eine ganz andere Rolle als damals, insbesondere bei den Banken. Die gegenwärtige demographische Entwicklung der Industriestaaten ist mit dem „baby boom“ der Nachkriegszeit nicht zu vergleichen. Dementsprechend kann vom derzeitig schrumpfenden Bevölkerungswachstum keine unter-

---

<sup>294</sup> Vgl. Die Presse.com (2016): Reaktionen: "Die Politik des billigen Geldes zerstört Vertrauen", o.S. [online].

<sup>295</sup> Vgl. Gerald Braunberger G. in FAZ.NET (2016), o.S. [online].

<sup>296</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 55.

<sup>297</sup> Vgl. Polleit T. in Handelsblatt (2013): Wenn Geldpolitiker Katastrophen schüren, S. 2 [online].

stützende Wirkung bei der Schuldenreduktion erwartet werden. Das Wirtschaftswachstum unterscheidet sich auch stark von dem aus der Ära der Finanzrepression. Wenn man die Inflationsraten der letzten Jahre anschaut, muss man feststellen, dass diese in meisten Fällen keine angestrebten Werte erreicht haben.<sup>298</sup>

Zudem kommt die Finanzrepression nicht zielgenau an, sondern wird von willkürlichen Nebeneffekten, wie Umverteilungs- oder Verzerrungseffekten bei Investitions- und Sparentscheidungen sowie Kapitalallokation, etc. begleitet. Obwohl sie aufgrund dieser Nebeneffekte von manchen Ökonomen als kein geeigneter Mechanismus für die Lösung der europäischen Schuldenkrise angesehen wird, wurden ihre Maßnahmen seitens europäischer Staaten eingesetzt und diese werden angewendet.<sup>299</sup> Da sie aber im Euroraum noch immer keine angestrebte Entschuldungswirkung entfaltet, wird sie im Vergleich mit Großbritannien oder USA als „*Light-Variante*“ bezeichnet. Um den stärkeren Entschuldungseffekt herbeizuführen, wird davon ausgegangen, dass ihre Maßnahmen künftig erweitert und von langer Dauer sein werden.<sup>300</sup> Aufgrund dessen wird sie als „*eine Wette mit ungewissem Ausgang*“ charakterisiert.<sup>301</sup>

Die Situation wird durch die jüngste europäische Flüchtlingskrise und den sog. „Brexit“ bzw. Austritt Großbritanniens aus der EU zusätzlich verkompliziert. Von Ökonomen wird „Brexit“ wegen möglicher negativer Folgen, welche auf allen Ebenen (Wirtschaft, Finanzen, Sicherheit, Gesellschaft, etc.) entstehen könnten, mit Sorge betrachtet.<sup>302</sup> Wie im ersten Teil der Arbeit erwähnt, hat der Flüchtlingszustrom eine Ausgabenerhöhung in vielen Mitgliedsstaaten und damit defizitäre Auswirkungen schon im Jahr 2014, vor allem 2015, zur Folge gehabt. Es ist davon auszugehen, dass es weitere Ausgabenerhöhungen in nächsten Jahren geben wird. Diese beiden Umstände führen zur Stärkung des rechtspopulistischen und EU-feindlichen Denkens, welches sich negativ auf die Stabilität der EU auswirkt. Die jüngsten Entwicklungen lösen europaweit bei Anlegern Ängste aus, die Finanzmärkte könnten wieder erschüttert werden und die europäischen Regierungen wären nicht in der Lage, ne-

---

<sup>298</sup> Vgl. Görg N. in Bank Gutmann (2012), o.S. [online].

<sup>299</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 739-742 [online].

<sup>300</sup> Vgl. Böhnke, Rolfes (2015), S. 53 ff.

<sup>301</sup> Vgl. Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013), S. 739-742 [online].

<sup>302</sup> Vgl. Groth J. in Capital.de (2016), o.S. [online].

ben der schon bestehenden Flüchtlings- und Schuldenkrise eine weitere Finanzkrise in den Griff zu bekommen sowie diese adäquat zu lösen.<sup>303</sup>

---

<sup>303</sup> Vgl. Theurer M. in FAZ.NET (2016), o.S. [online].

## Schlussfolgerung

Die Staatsschulden werden von der Öffentlichkeit stets im negativen Licht wahrgenommen, aber sie können nicht wie die Privatverschuldung behandelt werden. Aus der Analyse der Staatsschulden ist evident, dass diese einen konstanten Teil jedes öffentlichen Haushalts darstellen. Zum einen können öffentliche Schulden notwendig sein, um z.B. außerordentliche Ausgaben, die der Wohlfahrt der Gesellschaft dienen, zu finanzieren. Zum anderen müssen sie sich nicht unbedingt negativ auf eine Gesellschaft auswirken, solange das Prinzip der Nachhaltigkeit beachtet wird. In diesem Zusammenhang muss stets nach den Ursachen der Staatsschulden gefragt werden und ob diese gerechtfertigt sowie tragbar sind.

Ein großer Teil der öffentlichen Verschuldung vieler Staaten geht sicherlich auf strukturelle Probleme zurück. Allerdings zum deren enormen Anstieg kam es erst auf Grund der aktuellen Wirtschafts- und Finanzkrise und diverser Rettungsmaßnahmen. Diese wurden insbesondere zur Rettung der Banken, die durch Spekulationsgeschäfte maßgeblich an der Krise beteiligt waren, verwendet. Man kommt unweigerlich zum Schluss, dass sämtliche Kontroll- und Regulierungsmechanismen der Politik und der Finanzinstitutionen versagt haben müssen, weil es zu dieser Situation gekommen ist. Der Auslöser hinter der Wirtschafts- und Finanzkrise war kein bestimmtes Ereignis, wie z.B. Krieg oder Naturkatastrophe, sondern vor allem Bankgeschäfte, für die heute den Bürgern Europas die Rechnung vorgelegt wird. Hierzu hat es eines entsprechenden Zusammenspiels zwischen der Politik und dem Finanzsystem bedurft. Es ist besorgniserregend, mit welcher Selbstverständlichkeit, sowohl auf der EU- als auch auf der nationalen Ebene, die Kosten auf die Steuerzahler überwältigt werden, ohne dass die Korrekturen des Systems vorgenommen werden.

Die Art, wie man versucht, eine Schuldenreduktion herbeizuführen, deutet auf mangelnde Einsicht bei verantwortlichen Personen. Auch wenn sich die gegenwärtigen Rahmenbedingungen von denen aus der Nachkriegszeit unterscheiden, kann die Finanzrepression den europäischen Staaten sicherlich dazu verhelfen, die Staatsschulden zu reduzieren. Sie stellt eine angenehme Möglichkeit der Schuldenreduktion dar, denn sie ist intransparent und wirkt langsam. Vor allem ist sie, im Vergleich

zu anderen Alternativen, weniger schmerzhaft, sowohl für die Regierungen als auch für die Bevölkerung.<sup>304</sup>

Allerdings um das Problem der öffentlichen Verschuldung dauerhaft in den Griff zu bekommen, bedarf es eines enormen Wirtschaftswachstums. Es ist nicht davon auszugehen, dass dieses in naher Zukunft stattfinden wird, zumal die Bevölkerung Europas im Hinblick auf die demographische Entwicklung und den allgemeinen Klimawandel auch wirtschaftlich vor großen Herausforderungen steht. Es müssen echte strukturelle Reformen durchgeführt werden, auch wenn diese noch so schmerzhaft sind.

Zudem muss es eine strengere Aufsicht der Finanzinstitutionen seitens des Staates geben, wobei auch innerhalb der zuständigen staatlichen Institutionen strengere Kontrollen einzuführen sind. In diesem Zusammenhang ist ebenfalls ein größeres Engagement seitens der Zivilgesellschaft angebracht. Es bedarf neuer Lösungsansätze bzw. neuer Wege zur Stärkung der wirtschaftlichen Entwicklung Europas, um die Probleme in den Angriff zu nehmen.

---

<sup>304</sup> Vgl. Görg N. in Bank Gutmann (2012), o.S. [online].

## Literaturverzeichnis

- Adam H. (2015):** Bausteine der Wirtschaft, eine Einführung, 16. Auflage, Springer, Berlin.
- Alesina A. / Barbiero O. / Favero C. / Giavazzi F. / Paradisi M. (2015):** Austerity in 2009-2013, Working Paper 20827, National Bureau of Economic Research, Cambridge. [auch online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w20827>].
- Blankart C. B. (2008):** Öffentliche Finanzen in der Demokratie, 7. Auflage, Franz Vahlen GmbH, München.
- Bräuninger M. / Koller C. / Langer M. / Pflüger W. / Quitzau J. / Reinck A. (2009):** Strategie 2030 – Staatsverschuldung; gemeinsame Studie der Berenberg Bank und des HWWI Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut, Hamburg.
- Beck H. / Prinz A. (2012):** Staatsverschuldung; Ursachen-Folgen-Auswege, 2. Auflage 2013, Verlag C.H.Beck oHG, München.
- Böhnke W. / Rolfes B. (2015):** Neuausrichtung der Banken – Auf der Suche nach Ertragsquellen und Eigenkapital Beiträge des Duisburger Banken-Symposiums, Springer Fachmedien Wiesbaden 2015.
- Busch K. (2012):** Scheitert der Euro? Strukturprobleme und Politikversagen bringen Europa an den Abgrund, Studie Friedrich Ebert Stiftung, Internationale Politikanalyse, Berlin.
- Busch K. / Hermann C. / Hinrichs K. / Schulten T. (2012):** Eurokrise, Austeritätspolitik und das Europäische Sozialmodell: Wie die Krisenpolitik in Südeuropa die soziale Dimension der EU bedroht, Friedrich-Ebert-Stiftung Internationale Politikanalyse, Berlin.
- Brümmerhof D. (2011):** Finanzwissenschaft, 10. Auflage, Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München.
- Brümmerhof D. / Büttner T. (2015):** Finanzwissenschaft, Walter de Gruyter GmbH, Berlin/München/Boston.
- Depenheuer O. (2014):** Staatssanierung durch Enteignung – Legitimation und Grenzen staatlichen Zugriffs auf das Vermögen seiner Bürger, Bibliothek des Eigentums, Band 10.
- Europäische Union (2014):** Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, ESVG 2010, Luxemburg: Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union 2014 → stvai pod Fußnote 9 broj Stranice

- Ehrlicher A. (1991):** Die Finanzpolitik 1967-1976 im Spannungsfeld zwischen konjunkturpolitischen Erfordernissen und Haushaltskonsolidierung, Duncker und Humbolt, Berlin.
- Ehrlicher W. (1981):** Geldpolitik, Zins und Staatsverschuldung, Duncker und Humbolt, Berlin.
- Finger S. (2001):** Staatsverschuldung und Verwaltungsreform in der Demokratie, Springer Verlag, 1. Auflage, Wiesbaden.
- Halilovic E. (2012):** Die Problematik der Staatsverschuldung: Eine Untersuchung zu Ausfallrisiken und Ursachen für Staatspleiten, 1. Auflage, Diplomatica Verlag GmbH, Hamburg.
- Holtfrerich C.L. / Feld L.P. / Heun W. / Illing G. / Kirchgässner G. / Kocka J. / Schularick M. / Streeck W. / Wagschal U. / Walter S. / von Weizsäcker C.C. (2015):** Staatsschulden: Ursachen, Wirkungen und Grenzen, Berlin.
- Homburg S. / Dullien S. / Höpner M. / Schrader K. / Schettkat R. (2015):** Austeritätspolitik in der Europäischen Währungsunion: Bilanz und Perspektiven, Zeitgespräch, Wirtschaftsdienst, 95. Jahrgang, April 2015, Heft 4.
- Koch D.F. (2011):** Wirksame Begrenzung von Staatsverschuldung unter Berücksichtigung (polit-) ökonomischer und ethischer Aspekte, Inauguraldissertation, Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Bayerischen Julius-Maximilians-Universität, Würzburg.
- Kumar M.S. / Woo J. (2010):** Public Debt and Growth, IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund, WP/10/174 [auch online verfügbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1653188](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1653188)].
- Leibinger B. / Müller R. / Wiesner H. (2014):** Öffentliche Finanzwirtschaft, Verlagsgruppe Hühlig Jehle Rehm, Heidelberg.
- Reinhart C.M. (2012):** The return of financial repression, *Public debt, monetary policy and financial stability*, Banque de France, Financial Stability Review, No. 16 [auch online verfügbar unter: [https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-04.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-04.pdf)]
- Reinhart C.M. / Rogoff K.S. (2008):** This time is different, A panoramic view of eight centuries of financial crises, Working Paper 13882, National Bureau of Economic Research, Cambridge. [auch online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w13882.pdf>].
- Reinhart C.M. / Rogoff K.S. (2010):** Dieses Mal ist alles anders, Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, 6. Auflage 2013, FinanzBuch Verlag, München.

**Reinhart C.M. / Rogoff K.S. (2011):** A Decade of Debt, Working Paper 16827, National Bureau of Economic Research, Cambridge [auch online verfügbar unter: <http://www.nber.org/papers/w16827>]

**Reinhart C.M. / Rogoff K.S. (2013):** Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, IMF Working Paper, WP/13/266. [auch online verfügbar unter: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf>]

**Reinhart C.M. / Sbrancia B.M. (2011): *The Liquidation of Government Debt*,** Working Paper 16893, National Bureau of Economic Research, Cambridge. [auch online verfügbar unter: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/crbs.pdf>]

**Reinhart C.M. / Sbrancia B.M. (2015):** The Liquidation of Government Debt, IMF Working Paper, WP/15/7. [auch online verfügbar unter: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1507.pdf>]

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007):** Staatsverschuldung wirksam begrenzen; Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

**Schmidt M.G. / Zohlnhöfer R. (2006):** Regieren in der Bundesrepublik Deutschland, Innen- und Außenpolitik seit 1949, Wiesbaden.

**Trouvain F.J. (1984):** Staatsverschuldung, Gefahr oder Notwendigkeit, Heft4, Österreichische Postsparkasse, Wien.

**Wagschal U. (1996):** Staatsverschuldung, Ursachen im internationalen Vergleich, Springer, Wiesbaden.

**Zirkler B. / Hofmann J. / Schmolz S. (2015):** Basel III in der Unternehmenspraxis, Springer Fachmedien, Wiesbaden.

## Quellenverzeichnis

**Amtsblatt der Europäischen Union**, Verordnung (EG) Nr. 479/2009 des Rates vom 25. Mai 2009.

URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32009R0479&from=DE>,  
Stand 11.10.2015.

**Allianz J. in Ludwig Erhard Stiftung (2015)**: Risiken der EZB-Niedrigzinspolitik.

URL: <http://www.ludwig-erhard-stiftung.de/erhard-aktuell/standpunkt/risiken-der-ezb-niedrigzinspolitik/>, Stand 03.06.2016.

**Becker B. / Ivashina V. (2014)**: Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis, Harvard University.

URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2429767](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2429767), Stand 27.05.2016.

**BMF (2012)**: Öffentliche Schulden, Bundesministerium für Finanzen.

URL: [https://service.bmf.gv.at/BUDGET/budgets/2012/Beilagen/Oeffentliche\\_Schulden.pdf](https://service.bmf.gv.at/BUDGET/budgets/2012/Beilagen/Oeffentliche_Schulden.pdf),  
Stand 15.10.2015.

**BMF (2012)**: Öffentliche Schulden, Bundesministerium für Finanzen.

URL: [https://service.bmf.gv.at/BUDGET/budgets/2013/beilagen/Schulden\\_Beschluss\\_2013.pdf](https://service.bmf.gv.at/BUDGET/budgets/2013/beilagen/Schulden_Beschluss_2013.pdf),  
Stand 03.03.2016.

**BMF (2015)**: Öffentliche Schulden, Bundesministerium für Finanzen.

URL: [https://service.bmf.gv.at/BUDGET/Budgets/2016/beilagen/Oeffentliche\\_Schulden\\_2016.pdf](https://service.bmf.gv.at/BUDGET/Budgets/2016/beilagen/Oeffentliche_Schulden_2016.pdf),  
Stand 27.03.2015.

**BMF, Sixpack.**

URL: <https://www.bmf.gv.at/wirtschaftspolitik/wirtschafts-waehrungspolitik-eu/sixpack.html>,  
Stand 15.03.2016.

**BMF, Fiskalpakt.**

URL: <https://www.bmf.gv.at/wirtschaftspolitik/wirtschafts-waehrungspolitik-eu/fiskalpakt.html>  
Stand 15.03.2016.

**BMF (2015)**: Eckwerte, Übersicht gemäß § 42 Abs. 4 Z 1 BHG 2013.

URL: [https://service.bmf.gv.at/BUDGET/Budgets/2016/beilagen/Eckwerte\\_2016.pdf](https://service.bmf.gv.at/BUDGET/Budgets/2016/beilagen/Eckwerte_2016.pdf), Stand  
06.05.2016.

**Bundeskanzleramt Österreich**, Öffentlicher Dienst, Der öffentliche Dienst in Österreich, Internationaler Vergleich.

URL: [https://www.oeffentlicherdienst.gv.at/fakten/oesterreich/internationaler\\_vergleich/internationaler\\_vergleich.html](https://www.oeffentlicherdienst.gv.at/fakten/oesterreich/internationaler_vergleich/internationaler_vergleich.html), Stand 24.06.2016.

**Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft (2015):** Wirtschaftspolitisches Datenblatt, Stubenring 1, 1011 Wien, Center 1.

URL:<http://www.bmwf.wg.at/Wirtschaftspolitik/Documents/Wirtschaftspolitisches%20Datenblatt.pdf>, Stand 04.03.2016.

**Busch K. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014):** Contra: Warum Sparen falsch ist.

URL: <https://www.bpb.de/dialog/europawahlblog-2014/182608/contra-warum-sparen-falsch-ist>, Stand 27.03.2016.

**Bundesministerium für Finanzen (DE):** Was ist Basel III?.

URL:[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Ein\\_erklaer/2010-11-04-einfach-erklaert-basel-III-flash-infografik.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Ein_erklaer/2010-11-04-einfach-erklaert-basel-III-flash-infografik.html), Stand 01.04.2016.

**Büttner T., Konrad K.A., Rocholl J. (2014):** Staatsverschuldung: Privilegien des Staates auf dem Prüfstand, Analysen und Berichte, Wirtschaftsdienst, Volume 94, Issue 8, (94: 560. doi:10.1007/s10273-014-1714-6), ZBW and Springer-Verlag Berlin Heidelberg.

URL: <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/downloads/getfile.php?id=3229>, Stand 27.04.2016.

**Braunberger G. in FAZ.NET (2016):** Eine neue Epoche am deutschen Kapitalmarkt.

URL:<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/negative-renditen-bei-bundesanleihen-14287430.html>, Stand 21.06.2016.

**Csoka B. (2012):** Fiskalpolitik zwischen Stabilisierung und Selbstmord, Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften, Linz, Austria, Auszug aus WISO 4/2012.

URL: [http://www.isw-linz.at/themen/dbdocs/LF\\_Csoka\\_04\\_12.pdf](http://www.isw-linz.at/themen/dbdocs/LF_Csoka_04_12.pdf), Stand 07.04.2016.

**Cünnen A. in Handelsblatt (2016):** Warum sich die EZB für die Telekom interessieren könnte: Ankaufliste der EZB ist noch geheim.

URL:<http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/europaeische-zentralbank-ankaufliste-der-ezb-ist-noch-geheim/13310560-2.html>, Stand 25.05.2016.

**Deutsche Bundesbank,** Quantitative Lockerung.

URL:<https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/functions/glossar.html?lv2=107792&lv3=107494>, Stand 08.06.2016.

**derStandard.at (2015):** Österreich ist Europas Haftungsmeister.

URL: <http://derstandard.at/2000011504546/Staatshaftungen-sinken>, Stand 26.02.2016.

**derStandard.at (2016):** EZB-Politik kostet deutsche Sparer 200 Milliarden Euro.

URL:<http://derstandard.at/2000034552600/EZB-Politik-kostet-deutsche-Sparer-200-Milliarden-Euro>, Stand 02.06.2016.

**derStandard.at (2016):** Deutsche Finanzwelt steht kopf: Wichtiges Papier mit Negativrendite.

URL:<http://derstandard.at/2000038905484/Erstmals-Negativzinsen-fuer-zehnjaehriger-Bundesanleihen>, Stand 18.06.2016.

**Die Presse.com:** Milliardengrab HYPO: ein Drama in fünf Akten.

URL: <http://diepresse.com/layout/diepresse/files/dossiers/hypo/>, Stand 17.04.2016.

**Die Presse.com (2015):** Niedrige Zinsen: Jeder verliert 2366 Euro.

URL: [http://diepresse.com/home/meingeld/sparprodukte/4779414/Niedrige-Zinsen\\_Jeder-verliert-2366-Euro](http://diepresse.com/home/meingeld/sparprodukte/4779414/Niedrige-Zinsen_Jeder-verliert-2366-Euro), Stand 03.06.2016.

**Die Presse.com (2016):** EZB hält Leitzins auf Rekordtief von 0,0 Prozent.

URL: <http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4972476/index>, Stand 04.06.2016.

**Die Presse.com (2016):** Eurozone: Inflation verharrt trotz Geldflut der EZB im Minus.

URL: [http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4957044/Eurozone\\_Inflation-verharrt-trotz-Geldflut-der-EZB-im-Minus?from=simarchiv](http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4957044/Eurozone_Inflation-verharrt-trotz-Geldflut-der-EZB-im-Minus?from=simarchiv), Stand 17.06.2016.

**Die Presse.com (2016):** Reaktionen: "Die Politik des billigen Geldes zerstört Vertrauen".

URL: [http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4943562/Reaktionen\\_Die-Politik-des-billigen-Geldes-zerstort-Vertrauen-?from=simarchiv](http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4943562/Reaktionen_Die-Politik-des-billigen-Geldes-zerstort-Vertrauen-?from=simarchiv), Stand 17.06.2016.

**Die Presse.com (2016):** Schäuble: EZB-Nullzinspolitik zerstört Vertrauen in den Euro.

URL: [http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4965040/Schaeuble\\_EZBNullzinspolitik-zerstort-Vertrauen-in-den-Euro](http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4965040/Schaeuble_EZBNullzinspolitik-zerstort-Vertrauen-in-den-Euro), 07.06.2016.

**Die Presse.com (2016):** Sinn: Verschuldete Euro-Länder nutzen EZB "hemmungslos" aus.

URL: [http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4943854/Sinn\\_Verschuldete-EuroLaender-nutzen-EZB-hemmungslos-aus?from=simarchiv](http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/4943854/Sinn_Verschuldete-EuroLaender-nutzen-EZB-hemmungslos-aus?from=simarchiv), Stand 19.06.2016.

**Die Presse.com (2016):** Wann beginnt die Geldflut der EZB zu greifen?, o.S. [online].

URL: <http://diepresse.com/home/wirtschaft/oekonomenstimme/4913823/Wann-beginnt-die-Geldflut-der-EZB-zu-greifen>, Stand 19.06.2016.

**die Substanz.at.**

URL: <http://www.diesubstanz.at/content/euro-defizitquoten-%C3%B6sterreich-im-vorderen-mittelfeld>, Stand 06.05.2016.

**Europäische Union (2014):** Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, ESVG 2010, Luxemburg: Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union 2014.

URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925749/KS-02-13-269-DE.PDF/0f8f50e6-173c-49ec-b58a-e2ca93ffd056>, Stand 14.10.2015.

**Eurostat Pressemitteilung (2016):** Wie hoch sind Eventualverbindlichkeiten und notleidende Kredite in den EU-Mitgliedstaaten?, Finanzstatistik des Sektors Staat, 20/2016.

URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7143462/2-27012016-AP-DE.pdf/26e28e1c-6977-4074-a7ed-c7ce467b37c1>, Stand 26.02.2016.

**Eurostat**, General government gross debt by sector of debt holder.

URL:[http://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php/File:General\\_government\\_gross\\_debt\\_by\\_sector\\_of\\_debt\\_holder.png](http://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php/File:General_government_gross_debt_by_sector_of_debt_holder.png), Stand 05.03.2015.

**Eurostat**, Öffentliche Bruttoschuldenstand.

URL:<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=de&pcode=tsdde410>, Stand 21.04.2016.

**Eurostat**, Defizit und Überschuss des Staates, jährliche Daten.

URL:<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=de&pcode=teina200>, Stand 02.05.2016.

**European Central Bank**, Monetary Policy, Instruments, Asset purchase programmes.

URL:<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, Stand 08.06.2016.

**European Parliament (2015)**: The ECB's Quantitative Easing Early results and possible risks, Briefing December 2015.

URL:[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/572824/EPRS\\_BRI\(2015\)572824\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/572824/EPRS_BRI(2015)572824_EN.pdf), Stand 08.06.2016.

**Europäisches Parlament**, Stabilitäts- und Wachstumspakt.

URL:[http://www.europarl.europa.eu/brussels/website/content/modul\\_06/zusatzthemen\\_02.html](http://www.europarl.europa.eu/brussels/website/content/modul_06/zusatzthemen_02.html), Stand 15.03.2016.

**Europäische Kommission – Pressemitteilung (2015)**: Winter-Wirtschaftsprognose: verbesserte Aussichten - Gefahren nicht gebannt, Brüssel.

URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-4085\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-4085_de.htm), Stand 24.04.2016.

**Fiskalrat (2015)**: Bericht über die öffentlichen Finanzen 2014, Oesterreichische Nationalbank Abteilung für Öffentlichkeitsarbeit und Publikationen, Wien.

URL:<https://www.fiskalrat.at/dam/jcr:50b65e64-f15e-4324-b9e3-e1ead1149cd5/Bericht%202014%20final.pdf>, Stand 28.02.2016.

**Fiskalrat (2015)**: Bericht zur Einschätzung der Budgetentwicklung 2015–2016, Budgetprognose des Fiskalrates im Rahmen seines gesetzlichen Auftrags (§1 Abs. 1 Z 1 und 6 des BGBl. I Nr. 149/2013 und Artikel 4 Abs. 1 und 2 der EU-VO Nr. 473/2013), Wien.

URL:<https://www.fiskalrat.at/dam/jcr:d5e03a24-b618-4f9e-8d9b00b6c05aa699/Budgetprognose%20vom%20November%202015.pdf>, Stand 29.04.2016.

**Feigl G., Marterbauer M. (2014)**: Strukturelles Defizit, Funktionsweise-Reglementierungs-Problematik, AK Wien.

URL:<http://blog.arbeit-wirtschaft.at/wp-content/uploads/2014/05/2014-04-25-Hintergrundinfo-strukturelles-Defizit.pdf>, Stand 12.02.2016.

**Fiskalindikatoren lt. Maastricht**, Aktuelle Entwicklung.

URL: <https://www.oenb.at/isaweb/report.do?report=7.24.2>, Stand 10.05.2016.

**Gründinger W. (2013)**: Generationenbilanzen, Stiftung für die Rechte zukünftiger Generationen.

URL: <http://www.wolfgang-gruendinger.de/wp-content/uploads/2014/01/Stellungnahme-SRzG-Generationenbilanzen.pdf>, Stand 08.03.2016.

**Görg N. in Bank Gutmann (2012)**: Entschuldung durch finanzielle Repression: die unsichtbare Steuer CEFA, Bank Gutmann Aktiengesellschaft,

URL: <https://www.fundresearch.de/PartnerCenter/Bank-Gutmann/Nachrichten/Entschuldung-durch-finanzielle-Repression-die-unsichtbare-Steuer.html>, Stand 13.05.2016.

**Groth J. in Capital.de (2016)**: 4 Risiken für die Finanzmärkte.

URL: <http://www.capital.de/investment/id-4-risiken-fuer-die-finanzmaerkte.html>, Stand 20.06.2016.

**HaushaltsSteuerung.de**: Staatsschuldenquote, Portal zur öffentlichen haushalts- und Finanzwirtschaft, Lexikon.

URL: <http://www.haushaltssteuerung.de/lexikon-staatsschuldenquote.html>, Stand 11.10.2015.

**HaushaltsSteuerung.de**: Austeritätspolitik, Portal zur öffentlichen haushalts- und Finanzwirtschaft, Lexikon.

URL: <http://www.haushaltssteuerung.de/lexikon-austeritaetspolitik.html>, Stand 13.12.2015.

**HaushaltsSteuerung.de**: Primärüberschüsse bzw. Primärdefizite der EU-Länder im Vergleich, Portal zur öffentlichen haushalts- und Finanzwirtschaft.

URL: <http://www.haushaltssteuerung.de/weblog-primaeueberschuesse-bzw-primaeufizite-der-eu-laender-im-vergleich.html>, Stand 17.05.2016.

**Hartmann D. in Bantleon, der Anleihemanager (2016)**: EZB: Der Exit ist noch in weiter Ferne.

URL: <http://www.bantleon.com/de/aktuelles/analysen/2016/2016-06-15>, Stand 16.06.2015.

**Hüther M. in Bundeszentrale für politische Bildung (2014)**: Pro: Unvermeidbare Anpassung.

URL: <https://www.bpb.de/dialog/europawahlblog-2014/182610/pro-unvermeidbare-anpassung>, Stand 28.03.2016.

**Homburg, S. et al. Wirtschaftsdienst (2013)**: Finanzielle Repression – ein Instrument zur Bewältigung der Krisenfolgen?, Zeitgespräch, ZBW [DOI: 10.1007/s10273-013-1593-2], Volume 93, Issue 11.

URL: <http://link.springer.com/article/10.1007/s10273-013-1593-2>, Stand 11.06.2016.

**Jordan, T.J. (2011)**: Auswirkungen der Staatsverschuldung auf die Unabhängigkeit der Geldpolitik, Schweizerische Nationalbank, Bern 2011.

URL: [https://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref\\_20111108\\_tjn/source/ref\\_20111108\\_tjn.d.e.pdf](https://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20111108_tjn/source/ref_20111108_tjn.d.e.pdf), Stand 18.10.2015.

**Kaiser S. in Spiegel Online (2016):** EZB senkt Zins auf Null: Volles Risiko.

URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/europaeische-zentralbank-mario-draghi-geht-auf-volles-risiko-a-1081653.html>, Stand 05.06.2016.

**Nikbakhsh, M./ Redl, J. in Profil.at (2008):** Debakel bei der Kommunalkredit: Bank verstaatlicht und Vorstand gefeuert.

URL: <http://www.profil.at/home/debakel-kommunalkredit-bank-vorstand-224976>, Stand 17.04.2016.

**OECD (2012),** "Staatsverschuldung", in Die OECD in Zahlen und Fakten 2011-2012: Wirtschaft, Umwelt, Gesellschaft, OECD Publishing.

URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264125469-91-de>, Stand 11.10.2015.

**OeNB, ESVG 2010.**

URL: <https://www.oenb.at/Statistik/Klassifikationen/ESVG-2010.html>, Stand 1.10.2015.

**OeNB, Realwirtschaftliche Indikatoren, Öffentliche Haushalte.**

URL: <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/Realwirtschaftliche-Indikatoren/Oeffentliche-Haushalte.html>, Stand 17.02.2016.

**OeNB, Fiskalindikatoren laut Maastricht - Aktuelle Entwicklung.**

URL: <https://www.oenb.at/isaweb/report.do?report=7.24.2>, Stand 10.04.2016.

**OeNB, internationale Vergleiche, Staatsschuldenquoten.**

URL: <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/Internationale-Vergleiche/Oeffentliche-Haushalte/Staatsschuldenquoten.html>, Stand 29.03.2016.

**OeNB, Standardisierte Tabellen, Leitzinssätze.**

URL: <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/Internationale-Vergleiche/Zinssaetze-und-Renditen/Leitzinss-tze.html>, Stand 04.06.2016.

**Oberenzler A. in Finanzielle Intelligenz (2015):** Nichts Neues unter der Sonne.

URL: <http://www.finanzielle-intelligenz.at/nichts-neues-unter-der-sonne/>, Stand 01.06.2016.

**Polleit T. in Handelsblatt (2013):** Wenn Geldpolitiker Katastrophen schüren.

URL: <http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastbeitrag-zur-ezb-zinspolitik-die-folgen-eines-negativzinses/9170116-2.html>, Stand 06.06.2016.

**Reinhart C.M. / Kirkegaard J.F. / Sbrancia B.M. (2011):** Financial Repression Redux.

URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/pdf/reinhart.pdf>, Stand 01.06.2016.

**Republik Österreich Parlament (2014):** Umstellung auf das ESVG 2010 – Auswirkungen auf Bruttoinlandsprodukt und Staatsquoten, Information des Budgetdienstes.

URL: <https://www.parlament.gv.at/ZUSD/BUDGET/BD - ESVG 2010.docx>, Stand 10.11.2015.

**Republik Österreich, Parlament (2014):** Administratives Defizit, Maastricht-Defizit und strukturelles Defizit, Information des Budgetdienstes.

URL:<https://www.parlament.gv.at/ZUSD/BUDGET/BD - Maastricht-Defizit und strukturelles Defizit.docx>, Stand 23.02.2016.

**Rosenschon A. (2003):** Ist die Finanzpolitik der Bundesländer nachhaltig?, Kieler Arbeitspapier Nr. 1173, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

URL:<https://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/ist-die-finanzpolitik-der-bundeslander-nachhaltig/kap1173.pdf>, Stand 24.03.2016.

**Republik Österreich, Parlament,** Glossar – Budget.

URL: <https://www.parlament.gv.at/PERK/GL/BUDGET/P.shtml>, Stand 02.04.2016.

**Statistik Austria,** Öffentlicher Sektor.

URL:[http://www.statistik.gv.at/web\\_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche\\_finanzen\\_und\\_steuern/oeffentliche\\_finanzen/oeffentlicher\\_sektor/index.html](http://www.statistik.gv.at/web_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche_finanzen_und_steuern/oeffentliche_finanzen/oeffentlicher_sektor/index.html), Stand 11.10.2015.

**Statistik Austria,** öffentlicher Schuldenstand nach Teilsektoren des Staates.

URL:[http://www.statistik.at/web\\_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche\\_finanzen\\_und\\_steuer\\_n/maastricht-indikatoren/oeffentlicher\\_schuldenstand/index.html](http://www.statistik.at/web_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche_finanzen_und_steuer_n/maastricht-indikatoren/oeffentlicher_schuldenstand/index.html), Stand 24.06.2016.

**Statistik Austria,** Six-Pack-Jahresindikatoren.

URL:[http://www.statistik.at/web\\_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche\\_finanzen\\_und\\_steuer\\_n/sixpack/jahresindikatoren/index.html#index2](http://www.statistik.at/web_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche_finanzen_und_steuer_n/sixpack/jahresindikatoren/index.html#index2), Stand 18.02.2016.

**Statistik Austria,** Öffentliche Finanzen und Steuern, Öffentlicher Schuldenstand.

URL:[http://www.statistik.at/web\\_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche\\_finanzen\\_und\\_steuer\\_n/maastricht-indikatoren/oeffentlicher\\_schuldenstand/index.html](http://www.statistik.at/web_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche_finanzen_und_steuer_n/maastricht-indikatoren/oeffentlicher_schuldenstand/index.html), Stand 07.04.2016.

**Statistik Austria,** öffentlicher Sektor, öffentliche Finanzen und Steuern.

URL:[http://www.statistik.gv.at/web\\_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche\\_finanzen\\_und\\_steuern/oeffentliche\\_finanzen/oeffentlicher\\_sektor/index.html](http://www.statistik.gv.at/web_de/statistiken/wirtschaft/oeffentliche_finanzen_und_steuern/oeffentliche_finanzen/oeffentlicher_sektor/index.html), Stand 03.04.2016.

**Stiftung Marktwirtschaft (2015):** EU-Nachhaltigkeitsranking.

URL:<http://www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html>, Stand 05.12.2015.

**Shepherd, S. in Research Affiliates (2013):** Financial Repression: Why It Matters?.

URL:[https://www.researchaffiliates.com/Our%20Ideas/Insights/Fundamentals/Pages/S\\_2013\\_Apr\\_Financial-Repression-Why-It-Matters-.aspx](https://www.researchaffiliates.com/Our%20Ideas/Insights/Fundamentals/Pages/S_2013_Apr_Financial-Repression-Why-It-Matters-.aspx), Stand 23.05.2016.

**Scherf W. (2007):** Öffentliche Verschuldung, Finanzwissenschaftliche Arbeitspapiere, Arbeitspapier Nr. 80 – 2007.

URL:<http://geb.uni-giessen.de/geb/volltexte/2008/5424/pdf/FinanzAP-2007-80.pdf>, Stand 25.04.2016.

**Schrooten M. (2012):** Europäische Schuldenbremse: Disziplinierung der Haushalte oder Einschränkung der Finanzpolitik?, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.

URL: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/09130.pdf>, Stand 13.03.2015.

**Schellhorn F. (2015):** Chillen, bis die Troika kommt, in Agenda Austria.

URL: <http://www.agenda-austria.at/chillen-bis-die-troika-kommt-budget-schelling/>, Stand 03.05.2016.

**Theurer M. in FAZ.NET (2016):** Was der „Brexit“ für Anleger bedeutet.

URL: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/brexit-folgen-risiken-des-eu-referendums-fuer-anleger-14050504.html>, Stand 20.06.2016.

**The Economist (2015):** Fiscal policy -What is austerity?.

URL: <http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/05/fiscal-policy>, Stand 04.04.2016.

**Wallner C. (2011):** Auswirkungen der Staatsschulden auf die Zukunft Österreichs, Industriellenvereinigung, Wien.

URL: [http://www.industriellenvereinigung.at/iv-all/publikationen/file\\_563.pdf](http://www.industriellenvereinigung.at/iv-all/publikationen/file_563.pdf), Stand 03.03.2016.

**Wirtschaftsblatt (2015):** OeNB: Flüchtlingskosten von 2,7 Milliarden Euro bis 2017.

URL: [http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/newsletter/4883872/OeNB\\_-\\_Fluechtlingskosten-von-27-Milliarden-Euro-bis-2017-](http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/newsletter/4883872/OeNB_-_Fluechtlingskosten-von-27-Milliarden-Euro-bis-2017-), Stand 07.01.2016.

**WirtschaftsBlatt (2016):** Kritik an EZB-Geldpolitik: "Vollkommen unnötig" und eine "Katastrophe für die Sparer".

URL: [http://wirtschaftsblatt.at/home/boerse/europa/4943400/Kritik-an-EZBGeldpolitik\\_Vollkommen-unnotig-und-eine-Katastrophe](http://wirtschaftsblatt.at/home/boerse/europa/4943400/Kritik-an-EZBGeldpolitik_Vollkommen-unnotig-und-eine-Katastrophe), Stand 14.06.2016.

**Wien.ORF.at (2014):** Kommunalkredit-Prozess mit „Sündenbock“.

URL: <http://wien.orf.at/news/stories/2671375/>, Stand 17.04.2016.

**WKO Statistik.**

URL: <http://wko.at/statistik/jahrbuch/budget-maastricht.pdf>, Stand 10.05.2016.

**WKO Statistik,** Inflationsraten.

URL: <http://wko.at/statistik/eu/europa-inflationsraten.pdf>, Stand 20.06.2016.

**Zimmermann G. / Baier F. (2012):** Financial Repression – Ein neues Umfeld für die Finanzmärkte?, Analysen und Berichte, EU-Schuldenkrise, ZBW [DOI: 10.1007/s10273-012-1426-8].

URL: <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/downloads/getfile.php?id=2842>, Stand 06.05.2016.