



Europawahl – gab es mal ein Schuldenproblem?

Description

Daniel Stelter weist rechtzeitig vor der [Europawahl](#) in Bezug auf die Schuldensituation in der Eurozone darauf hin: [“Wir haben es mit einer Konkursverschleppung in einzigartigen Dimensionen zu tun.”](#) Dabei hat es die Brüsseler Politik vor der Europawahl so schön eingefädelt und die Medien trommeln es jeden Tag: Irland und Portugal sind dem Rettungsschirm entkommen, Spanien und Italien können sich so günstig finanzieren wie nie, [Griechenland ist sogar an den Kapitalmarkt zurückgekehrt.](#)

Die Euro-Krise [nahm vor gut vier Jahren ihren Anfang](#). Griechenland musste seither mehrfach gerettet werden. Doch Grundlegendes geändert hat sich nicht – weder in Griechenland, noch in der Eurozone insgesamt.

Stelter beharrt darauf: [„Keines der grundlegenden Probleme, welche die Krise herbeigeführt haben, wurde gelöst.“](#) Er zeigt den großen Zusammenhang: [„Die Euro-Krise ist im Kern eine Überschuldungskrise der westlichen Welt.“](#) Seit 1980 hat sich die Verschuldung der westlichen Welt relativ zum BIP auf über 340% Prozent mehr als verdoppelt. Inflationsbereinigt haben Unternehmen mehr als dreimal, Staaten mehr als viermal und private Haushalte mehr als sechsmal so viele Schulden wie 1980. Die Verschuldungsprobleme werden durch jahrelange Unterinvestition in Infrastruktur und Anlagen, eine Vernachlässigung des Bildungswesens und die Kinderlosigkeit zusätzlich verschärft.

Hinzu kommen verdeckte Verbindlichkeiten in erheblichem Umfang: [„Schätzungen beziffern die ungedeckten Versprechen der Staaten für künftige Renten-, Pensions- und Gesundheitszahlungen auf das Vier- bis Sechsfache des Bruttoinlandsprodukts \(BIP\) je nach Land.“](#) Die Politik in Deutschland und anderswo zeigt wenig Neigung, hier tätig zu werden. So beläuft sich laut einer aktuellen Studie der jährliche Einsparungsbedarf des Bundes auf 83 Mrd. Euro, um die Kosten der Alterung zu bewältigen. Die Regierung aber erhöht die Kosten durch großzügige Rentengeschenke weiter.

Die Rettungspolitik hat den Kollaps zwar verhindert. Die durch zu billiges Geld und zu viele Schulden verursachte Krise wurde mit noch billigerem Geld und mit noch mehr Schulden bekämpft. Stelter schätzt, dass in der Eurozone bis zu 5000 Mrd. Euro an Schulden nicht mehr ordnungsgemäß bedienbar sind.

Im Nebeneffekt hat die Politik der Geldflut in den USA und in Europa zu einem Verschuldungsboom in den Schwellenländern geführt. Es droht eine weltweite Schuldenkrise.

Die Lage in Europa hat mit dem Mediengetrommel wenig zu tun: Im ersten Quartal sind die nationalen Wirtschaften in Finnland, Holland, Italien und Portugal geschrumpft, Frankreich steht am Rande einer Rezession. Spanien ist zwar real um 0,4% gewachsen, wegen der stärker fallenden Preise ist das nominale BIP aber ebenfalls zurückgegangen. Für die Beurteilung der Schuldentragfähigkeit ist das nominale BIP relevant. Deutschland ist leicht gewachsen. Sein BIP liegt oberhalb des Niveaus von 2008, kein anderes Land der Eurozone hat das bisher geschafft.



Die seit Herbst 2012 anhaltende Rally an den europäischen Anleihemärkten wird [befeuert durch hereinströmendes ausländisches Kapital](#). Stelter macht zwei Motive aus: Entweder ist es das unbegrenzte Vertrauen, die EZB oder Deutschland werde die Schulden der Krisenländer schon bedienen oder die Erwartung einer anhaltenden Deflation. Deflation verspricht erhöhte Realrenditen, ist aber zugleich ein für die Schuldentragfähigkeit verheerendes Szenario. Nominalwachstum ist erforderlich, um aus der Spirale immer weiter steigender Schulden aussteigen zu können.

Welche Möglichkeiten gibt es?

„**Sparen und Zurückzahlen**“ kann auf der Ebene einzelner Unternehmen und Privathaushalte funktionieren. Auf volkswirtschaftlicher Ebene geht das nur dann, wenn deutliche Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet werden. Verfolgen aber alle Länder die gleiche Politik, wird das nicht gehen, denn die Überschüsse des einen sind die Defizite des anderen. Versucht man es dennoch, ist ein Schrumpfen der Wirtschaft die Folge wie z.B. in Griechenland und Italien. Je mehr diese Länder sparen, desto höher wird die Schuldenlast, die Wirtschaft schrumpft gemäß Irving Fishers Schulden-Deflationsspirale schneller als die Schulden.

Aus den Schulden herauszuwachsen, wäre der Königsweg. Der Zähler der Schuldenquote wächst schneller als der Nenner. Nominales Wirtschaftswachstum beruht auf drei Faktoren: Erwerbsbevölkerung, Produktivität pro Kopf und Inflationsrate. Die Erwerbsbevölkerung schrumpft in unseren Breiten tendenziell. Die Produktivität pro Kopf wächst bedingt durch weniger Innovation und zunehmenden internationalen Wettbewerb schwächer als früher. Und die Inflationsraten sind gering, die Gefahr einer deflationären Entwicklung besteht, weil Überschuldung stets zu Nachfrageausfall führt.

Überschuldungssituationen wurden und werden gerne per **Inflation** aus der Welt geschafft. Im heutigen Umfeld wären dazu Inflationsraten von mehr als 10% pro Jahr über mehrere Jahre bei gleichzeitig tiefem Zinsniveau erforderlich. Die Notenbanken halten den Nominalzins zwar tief, aber in den europäischen Krisenländern liegt er trotzdem über der nominalen Wachstumsrate. So ist eine Entschuldung nicht möglich. Der deflationäre Druck verhindert eine Inflationierung. Banken spekulieren mit den zu ihrer „Rettung“ zur Verfügung gestellten Geldern lieber und finanzieren Staaten als dass sie Kredite an den Privatsektor vergeben. Der wiederum ist in vielen Ländern so hoch verschuldet, dass er keine weiteren Kredite mehr aufnehmen kann und will. In diesem Umfeld entsteht Inflation nur dann, wenn das Vertrauen in das Geldsystem als Ganzes verloren geht. Dann allerdings wird die Inflation schnell unbeherrschbar.

Die letzte Option ist die **Schuldenrestrukturierung** entweder dadurch, dass der Schuldner die Insolvenz erklärt und seine Zahlungen einstellt oder dadurch, dass sich Schuldner und Gläubiger auf eine Umschuldung verständigen. Je geordneter eine solche Schuldenrestrukturierung erfolgt, desto geringer sind die Folgeschäden für die betroffenen Gläubiger und auch für die Finanzmärkte insgesamt.

Stelter fragt: „[Auf was sollten wir uns einstellen?](#)“ Die Politik traut sich nicht, der Öffentlichkeit reinen Wein einzuschenken und spielt deshalb weiter auf Zeit, in der die Schulden schneller wachsen als die Wirtschaft. Die Notenbanken werden noch aggressiver versuchen, Deflation zu verhindern und Inflation zu erzeugen. Pleiten sind trotzdem unausweichlich. Da die Politik sich nicht trauen wird, einen geordneten Weg zu gehen, werden soziale und politische Spannungen zunehmen. Eine Neuordnung der Eurozone ist wahrscheinlich.



Daniel Stelter war von 1990 bis 2013 Unternehmensberater bei der Boston Consulting Group (BCG). In dieser Funktion hat er [bereits 2011 die westliche Schuldenkrise untersucht](#) und [im April 2013 im Interview mit dem Deutschlandradio](#) einen europaweiten Schuldenschnitt in Kombination mit einer Vermögensabgabe gefordert.