



ESSAY I » SCHULDENKRISE Seit Donnerstag läuft in den 28 Ländern der EU, von denen 18 der Eurozone angehören, die Wahl zum Europäischen Parlament, Deutschland stimmt an diesem Sonntag ab. Gastautor **DANIEL STELTER** erklärt, warum bei der Abstimmung eigentlich die Bewältigung der Euroschuldenkrise im Zentrum der Politik stehen sollte – und warum sich die Politiker davor scheuen

Betäubt an die Wahlurne

DANIEL STELTER

**Gründer des
Thinktanks
Beyond the Obvious**

Von 1990 bis 2013 war Stelter Unternehmensberater bei der Boston Consulting Group (BCG). Von 2003 bis 2011 verantwortete er weltweit das Geschäft der BCG Praxisgruppe Corporate Development (Strategie und Corporate Finance). Seit dem Jahr 2007 berät Stelter internationale Unternehmen bei der Vorbereitung auf die Herausforderungen der fortschreitenden Finanzkrise.

Stelter ist außerdem auch Autor, er wurde mit dem „getAbstract International Book Award 2010“ ausgezeichnet. Im April 2013 erschien sein Buch „Die Billionen-Schuldenbombe“ über die Schuldenkrise.

Nehmen wir an, Sie könnten zwischen zwei Anleihen wählen. Auf der einen Seite ein wirtschaftlich starkes Land mit geringer Arbeitslosigkeit, relativ stabilen Staatsfinanzen und erheblichen Handelsüberschüssen, basierend auf einem starken industriellen Fundament. Auf der anderen Seite ein Land mit außer Kontrolle geratenen Staatsfinanzen, einer Wirtschaft in Depression, Rekordarbeitslosigkeit, chronischer Misswirtschaft und fehlender internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Obwohl das zweite Land rund drei Prozent pro Jahr mehr zahlt als das erste, würde kein vernünftiger Investor sein Geld dort anlegen. Zu groß die Gefahr, das Geld nicht wiederzusehen, zu gering der Zinszuschlag für dieses Risiko.

Natürlich wissen Sie schon, um wen es hier geht. Um Deutschland und Griechenland. Pünktlich zur Europawahl ein gelungener PR-Coup der Politik. Griechenland hat sich einen – im Vergleich zu den Gesamtschulden – lächerlichen Betrag geliehen. Und die Investoren haben sich darauf gestürzt, weil sie spätestens seit der Ankündigung von EZB-Chef Mario Draghi, zu tun „whatever it takes“, genau wissen, dass am Ende doch die starken Länder bezahlen. Deutsche Bonität mit griechischen Zinsen lautet die Devise. Nicht schlecht aus Sicht der Investoren. Weniger aus der Sicht der Steuerzahler.

Doch nicht nur Griechenland profitiert von der europäischen Rettungspolitik. Sämtliche Krisenländer erfreuen sich historisch tiefer Zinsniveaus. Die zehnjährigen spanischen Staatsanleihen notieren auf dem tiefsten Stand seit Einführung des Euro. In Italien sieht es ähnlich aus. Dabei hat sich fundamental wenig getan. Die Gefahr ist nun, dass die Regierungen das Preissignal des Marktes falsch verstehen: als Entwarnung.

Unangenehme Wahrheiten bringen keine Wählerstimmen

Wie schon bei der Bundestagswahl stehen die erheblichen wirtschaftlichen Probleme nicht im Fokus des Wahlkampfs. Regierung und Opposition ist das gleichermaßen recht. Die Amtsinhaber fürchten die Rache der Wähler, sobald diese die wahren Kosten der Schuldenkrise erfassen. Die Opposition weiß, dass mit unangenehmen Wahrheiten keine Stimmen zu holen sind. Die Flut an Meldungen zur Eurokrise, zum Fortschritt in den Krisenländern sowie der Druck der Medien, ständig mit neuen Meldungen aufzuwarten, führen dazu, dass selbst jene, die sich noch für das Thema interessieren, den Überblick verlieren.

Grund genug, sich die Fakten nochmals vor Augen zu führen: die „Eurokrise“ ist eine Überschuldungskrise vieler Teile Europas. Staaten, private Haushalte und Unternehmen haben die tiefen Zinsen seit Euroeinführung dazu genutzt, einen schuldenfinanzierten Boom zu entfachen. Doch statt die Kredite für produktive Zwecke zu verwenden und so die Grundlage für eine Rückzahlung zu legen, wurde in Immobilien spekuliert und konsumiert. Die Rezession ist deshalb keine normale Rezession, sondern eine Bilanzrezession: Die Schuldner müssen erst einmal ihre Bilanzen sanieren, bevor sie wieder mehr ausgeben können. Dies dauert und wird nicht ohne Verluste für die Gläubiger gehen.

Weil die Politik diese Verluste aber scheut, wird stattdessen eine Krise, die ihre Ursache in zu billigem Geld und zu vielen Schulden hat, genau mit den gleichen Mitteln bekämpft: mit noch mehr billigem Geld und noch mehr Schulden. Seit 2008 sind die Schulden von Staat, privaten Haushalten und Unternehmen relativ zum Bruttoninlandsprodukt

in allen Ländern weiter gestiegen: In Irland um 84 Prozent, Portugal um 69, Griechenland um 55, Frankreich um 34 und in Italien um 27 Prozent. Natürlich spielt bei diesen Zahlen auch eine Rolle, dass nur in Frankreich die Wirtschaft wieder das Niveau von 2008 erreicht hat. Solange jedoch die Schulden schneller wachsen als die Wirtschaft, kann von einer erfolgreichen Beendigung der Krise keine Rede sein.

Angesichts dieser erschreckenden Fakten kann man nur zu dem Schluss kommen, dass die Finanzmärkte eine Sozialisierung der Schulden vorwegnehmen. Entweder formell über Rettungsschirme und Bankenunion oder informell über die EZB. Letztere diskutiert bereits über den breit angelegten Ankauf von Anleihen, um die Wirtschaft zu stimulieren und die Gefahr einer Deflation abzuwenden. Alternativ könnte das tiefe Zinsniveau darauf hindeuten, dass die Märkte weniger auf die Nominal- und mehr auf die Realverzinsung schauen. Der Rückgang der Inflationsraten führt da zu durchaus hohen Realrenditen. Ein Abgleiten in die Deflation würde diesen Effekt noch weiter verstärken.

Im Jahr sechs der Krise schrumpft die Hoffnung, über höhere Inflationsraten herausgepaukt zu werden, zusehends. Obwohl die Notenbanken der westlichen Welt ihre Bilanzen massiv ausgeweitet haben – nur bei der EZB ist sie seit einigen Monaten rückläufig –, ist die Inflation immer geringer geworden. Nur in England scheint das mit der Inflation zu klappen – und nur dort wächst das Kreditvolumen an die Realwirtschaft wieder. Damit ist auch die Hauptvoraussetzung für Inflation klar: wachsende Kredite. Wenn aber alle sparen, also versuchen, Schulden abzutragen, ist Deflation das Thema, nicht Inflation.

Vermögen besteuern, um vom eigenen Versagen abzulenken

Die Krisenländer sind sich der Gefahr durchaus bewusst. Sollte es tatsächlich zu einer anhaltenden Phase tiefer Inflation oder gar Deflation kommen, werden sie nicht darum herumkommen, ihre Schuldenprobleme anders zu lösen: über Besteuerung oder Schuldenrestrukturierung – sprich: Bankrott. Die Beträge, um die es geht, sind erheblich. Je nach Schätzung dürften die unbedienbaren Schulden in der Eurozone zwischen drei und sieben Billionen Euro betragen. Deutschland als Hauptgläubigerland steht damit vor erheblichen Verlusten.

Noch können wir aber sowohl die Höhe dieser Verluste wie auch die Art der Realisierung dieser Verluste beeinflussen. Je früher es zu einer geordneten Umschuldung kommt, desto geringer ist der Schaden und desto besser kann die Verteilung des Schadens auf die einzelnen Länder und innerhalb der Länder organisiert werden. Eine Möglichkeit wäre ein europäischer Schuldentilgungsfonds oder eine Umschuldungskonferenz. Die Politik scheut eine solche Diskussion, weil die enormen Kosten des Europrojekts damit auf den Tisch kämen. Für Deutschland dürfte es um mindestens eine Billion gehen.

Europa steuert mit großen Schritten auf ein japanisches Szenario zu: geringes Wachstum, tiefe Zinsen, ständig steigende Schulden und am Ende die Wahl zwischen Pleite und Währungsreform. Es wäre an der Zeit, dass wir uns der Realität stellen und die Politiker fragen, welche Lösung sie bevorzugen. Was hingegen immer klarer wird, ist der Weg, den die Politik beschreiten wird, um die Kosten der Krise zu verteilen: die Besteuerung von Vermögen. Eine gute Möglichkeit, unter dem Deckmantel der Gerechtigkeit vom eigenen Versagen abzulenken.

Schuldenberge

Die Staatsverschuldung war vor dem Ausbruch der Krise nur in Griechenland und Italien ein Problem. Private Schulden und Unternehmensschulden bauten sich stark in Ländern mit Immobilienboom auf: Irland, Spanien, Portugal, den Niederlanden. Die Grafik stammt aus dem neuen Buch von Daniel Stelter: „Die Krise – 77 Bilder zum Selberdenken und Mitreden“, FBV Verlag, ISBN 978-3-89879-857-4.

VERSCHULDUNGSGRAD VON LÄNDERN DER EUROZONE*

