

# “ Die Krise ist nicht vorbei, sondern schwillt weiter an ”

**GESPRÄCH** Daniel Stelter zeichnet ein düsteres Bild der aktuellen Lage. Die Schuldenkrise ist noch längst nicht überstanden, auch wenn viele diesen Eindruck haben. Der Ökonom rät zu einer Schuldenrestrukturierung, die von allen Opfer abverlangen würde.

Von Barbara Kalhammer

**Herr Stelter, viele haben den Eindruck, dass die Euroschulden-Krise bereits überstanden ist. Wie schätzen Sie die Situation ein?**

DANIEL STELTER\_ Die Auffassung, dass die Krise zu Ende ist, ist vor allem in jenen Ländern verbreitet, die die Krise nicht spüren. Dazu zählen Deutschland, Österreich und auch die Schweiz. Aber wenn man den Blick nach Italien, Frankreich, Spanien oder Griechenland wirft, dann zeigt sich sehr deutlich, dass die Krise nicht vorbei ist, sondern akut. Die Arbeitslosenzahlen sind hoch, die Wirtschaft stagniert seit vielen Jahren, die Wirtschaftsleistung befindet sich sogar unter jener von 2008.

**Woher kommt der Glaube, die Krise liege hinter uns?** Dafür gibt es zwei Gründe. Die Bevölkerung will nichts mehr davon hören, sie ist das Thema leid. Und entsprechend will die Politik sich nicht mehr dazu äussern. Sie schweigt sich darüber aus, wie es wirklich um die Krise steht und welche Lasten noch auf die Steuerzahler zukommen – denn das ist wenig populär.

**Die enorme Verschuldung ist somit das grösste Problem?** Genau. Dabei muss man aber festhalten, dass Verschuldung nicht nur ein Problem von Staaten, sondern in weiten Teilen Europas auch ein Problem des Privatsektors ist. Dazu zählt beispielsweise der Bausektor in Spanien, aber auch die privaten Haushalte in Irland. Es gibt in diesen Ländern also nicht ein reines Staatsschuldenproblem, sondern ein Gesamtschuldenproblem.

**Wie kam es zu dieser hohen Verschuldung?** Es gibt nicht eine einzige Ursache, sondern verschiedene Faktoren, die uns die heutige Situation eingebracht haben. Der erste Punkt war die Einführung des Euros. Dadurch sind in den heutigen Krisenländern die Zinsen sehr schnell gefallen, doch die Inflationsraten waren höher. Faktisch war der Realzins negativ. Das Geld erhielt man quasi umsonst.

**Die Geldschwemme trieb aber auch den Wirtschaftsboom voran.** Absolut, denn mit dem geliehenen Geld wurde kräftig konsumiert und investiert, vor allem in Immobilien. In der Folge stiegen die Preise, was zu weiteren Immobilienkäufen auf Kredit führte. Die Bauwirtschaft, besser gesagt die gesamte Wirtschaft, boomte. Doch die zu tiefen Zinsen der heutigen Krisenländer haben zu einem jahrelangen Verschuldungsexzess geführt.

**Welche weiteren Ursachen gibt es?** Der zweite Punkt ist in der Politik zu suchen, die diese Entwicklungen unterstützte. Denn durch die tiefen Zinsen sind die Staaten in den Genuss



einer Entlastung bei den Schulden gekommen, folglich war der Spardruck geringer. Darüber hinaus freuten sich die Staaten über den Boom. Im Jahr 2006 wurde Deutschland sogar aufgefordert, sich an Spanien ein Vorbild zu nehmen. Dabei war der dortige Bausektor bereits so gross wie jener von England, Deutschland und Frankreich zusammen.

**Haben die Sparmassnahmen der letzten Jahre gefruchtet?** Nein. Wir reden seither nur davon, sparen zu müssen; in der Realität ist dies aber nicht gelungen. Wenn wir einen Blick auf die Schulden werfen, dann liegt die Gesamtverschuldung aller Staaten über dem Niveau von 2008. In Irland beispielsweise ist sie sogar 84 Prozentpunkte höher. Die Krise wurde durch zu billiges Geld und zu viele Schulden verursacht. Nun versuchen wir, sie durch noch billigeres Geld und noch mehr Schulden zu bekämpfen.

**Die Politik hat das Schuldenmachen forciert, um einen Kollaps zu verhindern. War das richtig?** Ja, bis 2010 schon. In der akuten Krise den Kollaps des Finanzsystems zu verhindern, war das richtige Vorgehen. Der Schaden wäre sonst gigantisch gewesen. Doch aktuell drückt sich die Politik davor, die Wahrheit zu sagen: dass viele Schulden nicht bedient werden können. Ich beziffere den Überhang an Schulden in der Eurozone auf rund fünf Billionen Euro. Die Politik verlässt sich darauf, dass die Notenbanken das Problem lösen werden. Immer tiefere Zinsen und Liquidität für das Bankensystem sollen die Krise lösen.

**Damit wurden die Probleme aber nicht dauerhaft gelöst.** Exakt, die fundamentalen Probleme stehen immer noch im Raum. Die Schulden wachsen immer noch schneller als die Einkommen. Zudem wird das Geld nicht für produktive Zwecke verwendet, sondern für Spekulation. Es droht eine Vermögenspreisblase.

**Die Massnahmen waren zu Beginn richtig, sagen Sie. Was ist dann passiert?** Die Politik hat übertrieben. Zum grossen Problem für die EZB wird die Aussage, die Mario Draghi vor zwei Jahren machte: «Die EZB ist bereit, alles zu tun, um den Euro zu retten.» Damit ist die Notenbank zu einer Rettungsinstanz geworden. Die Kapitalmärkte gehen von einer impliziten Garantie der EZB für die Schulden der Krisenländer aus. Nur so lässt sich erklären, dass diese Länder so tiefe Zinsen haben wie seit Jahrhunderten nicht. Spanien sogar weniger als die USA. Fundamental ist dies nicht zu erklären, angesichts von Rekordschulden, schrumpfender Wirtschaft und schlechter Demografie.

**Wie sieht das im Detail aus?** Ich bezeichne es als Schuldentilgungsfonds mit Hintertür. Denn letztlich wird die EZB zu Quantitative Easing übergehen und Anleihen kaufen. Die Folge ist eine Bilanzverlängerung mit

Vermögenswerten von mehr oder weniger guter Qualität, für die aber alle Staaten nach Kapitalanteilen haften. Das hätte zur Folge, dass eine riesige Umverteilung in Europa stattfindet, ohne jegliche demokratische Legitimation. Dass dadurch aber zum Beispiel für Deutschland erhebliche Lasten entstehen, darf nicht verschwiegen werden.

**Was hätte Ihrer Ansicht in den letzten Jahren anders gemacht werden sollen?** Man hätte sich eingestehen müssen, dass die Notenbanken das Überschuldungs-Problem nicht lösen können. Stattdessen hätte es zu einer Restrukturierung der Schulden kommen müssen. Einige Staaten werden ihren Verbindlichkeiten nicht nachkommen können. Eine Sanierung würde ähnlich ablaufen wie bei Unternehmen: Alle müssen verzichten, die Geldgeber und die Mitarbeiter der Firmen. Bei den Staaten wären das eben die Gläubiger und die Bevölkerung, die Einschnitte hinnehmen müssen.

**Die Frage ist also: Wer bezahlt den Schaden?** Richtig. Ein möglicher Weg ist die Belastung von Kontoinhabern mit mehr als 100 000 Euro Vermögen, so wie es in Zypern gemacht wurde. Eine andere Möglichkeit wären Vermögensabgaben. Der beste Weg wäre meines Erachtens, den Schuldenüberhang in einen Schuldentilgungsfonds einzubringen, der von Regierungen und Parlamenten genehmigt wird. Dieser würde dann gemeinsam über 20 Jahre abgetragen.

**Wie würde das aussehen?** Es braucht zwischen den Ländern eine gewisse Solidarität. Griechenland, Irland, Spanien und Portugal werden nie in der Lage sein, ihre Verbindlichkeiten alleine in den Griff zu bekommen. Diesen Ländern würde durch Staaten wie Frankreich oder Deutschland geholfen. Durch einen Schuldentilgungsfonds wären die Kosten im Rahmen, für Deutschland beliefen sie sich auf jährlich 1,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

**Warum wurde dieser Schritt nicht schon längst gemacht?** Das Problem ist, dass dies politischen Willen, eine Einigung über die Landesgrenzen hinweg und Politiker voraussetzt, die ihren Wählern endlich die Wahrheit sagen.

**Gibt es Alternativen?** Ein Weg wäre, vermehrt zu sparen. Dadurch würde aber die Wirtschaft schneller schrumpfen, als gespart werden kann, wie wir es auch in Griechenland sehen. Das geht auf die Theorie der Schuldendeflation zurück. Diese besagt, dass das Sparen der Schuldner zu einem derart starken Rückgang der Einkommen führt, dass diese stärker fallen als die Schulden. Sparen durch Einschränkungen funktioniert für Personen, Unternehmen und Staaten. Für halb Europa ist dies nicht möglich, weil sich dadurch die Krise weiter verstärken würde.

**Auch ein höheres Wirtschaftswachstum würde die Schulden schrumpfen lassen.** Ja, wenn die Wirtschaft schnell wächst, können die Schulden bedient werden. Wachstum wird getrieben durch Demografie und Produktivität. In Europa jedoch ist die Produktivität seit Jahren rückläufig und es ist auch nicht davon auszugehen, dass wir morgen ein Produktivitätswunder erleben werden.

**Und wie sieht es mit dem Faktor Demografie aus?** Hier stehen wir vor einer massiven Veränderung, die Erwerbsbevölkerung in Europa geht zurück. Spanien steht beispielsweise durch Alterung und Auswanderung vor einem Bevölkerungsrückgang, der so stark ist wie er zuletzt vor 650 Jahren war, nach der Pest. Dieser fundamentale Faktor spricht für ein schwaches Wirtschaftswachstum.

**Was könnte eine höhere Inflation bewirken?** Inflation ist auch eine Alternative. Die

Notenbanken versuchen alles, um die Wirtschaft anzukurbeln, aber Inflation will sich nicht einstellen. Man kann keine Inflation erzeugen, wenn nicht mehr Kreditnachfrage vorhanden ist. Teuerung kann unter den gegebenen Wachstumsaussichten nur dann entstehen, wenn das Vertrauen in das Geldsystem dramatisch schwindet; das können wir nicht wollen.

**Also bleibt nur die Schuldenrestrukturierung.** Genau. Wir müssten akzeptieren, dass viele Staaten ihre Schulden nicht voll bedienen können und der Schaden verteilt werden muss.

**Bislang befinden wir uns aber in einer Endlosspirale aus billigerem Geld und tiefen Zinsen. Wohin führt das?** Das geht nicht ewig gut. Die Aktionen der Notenbanken werden immer aggressiver werden. Das kann schliesslich dazu führen, dass das Vertrauen in Geld schwindet, wodurch wir das Szenario «Hyperinflation» bekämen. Alternativ dazu könnte auch einem Land endgültig der Geduldsfaden reissen und es würde seinen Schuldendienst einstellen. In der Folge würde es zu einer ungeordneten Schuldenrestrukturierung kommen – mit Nebenwirkungen wie Bankenpleiten und Unternehmenskonkursen.

«Die Notenbanken haben in den vergangenen drei Jahren vieles gemacht, aber sicher nicht das Finanzsystem sicherer.»

**Könnte es sogar sein, dass das ganze EU-Konstrukt ins Wanken gerät?** Ich halte die Gefahr für real. Wenn das System nur stabilisiert statt saniert wird, könnten wir sogar chaotische EU-Austritte und Konkurse einzelner Staaten sehen. Um das zu verhindern, muss die Politik gegensteuern.

**Wie gross ist das Risiko, dass die Krise sich zu einer weltweiten Schuldenkrise entwickelt?** Dadurch, dass die Notenbanken die Geldschleusen geöffnet haben, gab es nicht nur eine Erholung an den Finanzmärkten, es flossen auch grosse Summen in die Schwellenländer. Dort zeigte sich ebenfalls ein Verschuldungsboom. Es wird weiter versucht werden, Wachstum durch Schulden zu erreichen. Ein grosser Teil dieser Schulden ist allerdings nicht produktiv, weshalb die Schulden schneller wachsen als die Einkommen. Das kann auf Dauer nicht gut gehen. Wir haben die Schuldenwirtschaft in die Welt exportiert und damit das Problem verschärft.

**Die Schuldenproblematik wird nicht ohne Folgen für die Bürger bleiben. Worauf müssen wir uns einstellen?** Die Politik wird uns sicher noch überraschen. Sie muss nämlich eine Menge Kreativität aufbringen, um neue Massnahmen zu entwickeln, um die Krise weiter unter dem Deckel zu halten. So werden beispielsweise die Buchhaltungstricks zunehmen. Das Klima insgesamt wird sich verschlechtern. In den EU-Staaten werden wir politische Spannungen sehen aber auch zwischen den Ländern.

**Womit müssen Anleger und Sparer in Zukunft rechnen?** Es ist eher unwahrscheinlich, dass Sparer durch eine Inflation Einbussen haben, vielmehr werden sie diese über direkte Vermögensabgaben erleiden. Man muss genau überlegen, wie man sein Geld investiert. Für

Anleger sieht das Grundszenario wie folgt aus: Es gibt keine Zinserhöhung am Horizont, da eine derart überschuldete Wirtschaft keine höheren Zinsen verkraftet. Die Zinsen werden auf lange Zeit tief bleiben. Eine Anlage muss also unbedingt breit diversifiziert sein. Es gilt nicht nur in Wertpapiere zu investieren, sondern auch einen Anteil in Gold zu halten.

**Die tiefen Zinsen animieren die Anleger zu stärkeren Renditesuche. Könnten Blasenbildungen die Folge sein?** Es ist sicher so, dass die Gefahr von Blasenbildungen steigt.



Schwierig bewerte ich auch die Erwartung, dass man kein Risiko hat, weil die Notenbanken schon alles richten werden. Ein externes Ereignis kann aber durchaus ein Crash an den Aktienmärkten auslösen, weil ein grosser Teil auf Kredit gekauft wurde. Die Strategie der Notenbanken birgt jedoch Risiken. Sie versuchen, über steigende Aktienpreise den Konsum anzukurbeln. Es ist durchaus ihre Politik, Blasen aufzupusten und zu behaupten, dass sie es nicht tun. Die Notenbanken haben in den vergangenen drei Jahren vieles gemacht, aber sicher nicht das Finanzsystem sicherer.

**Die Krise stellt das gesamte Geldsystem in Frage. Ist eine Reform daher wünschenswert?** Das Problem des heutigen Systems ist, dass Geld von den Bankinstituten mit viel zu geringen Eigenkapitalquoten geschaffen werden kann. Zudem hatten sie auch die Sicherheit, im Notfall gerettet zu werden. Das heutige System lässt sich nur erhalten, wenn Banken Pleite gehen können und sie höhere Eigenkapitalanforderungen erfüllen müssten. Das ist nicht realistisch, weil die Institute nicht ausreichend Geld aufreiben können, um ihre jetzigen Bilanzsummen zu rechtfertigen.

**Wäre Vollgeld eine Möglichkeit?** Ja, das ist eine Idee. Mir gefällt eine Mischform aus dem alten und dem Vollgeld-System. Dabei

wird zwischen Transaktionsgeld und Investitionsgeld unterschieden.

**Wie würde das genau aussehen?** Das Investitionsgeld ist das in Aktien, Anleihen et cetera investierte Geld. Für dieses ist keine Garantie notwendig, um es zurückzubekommen. Das verzinslich angelegte Geld wäre also nicht gesichert und könnte von den Banken zur Kreditvergabe genutzt werden.

**Und der zweite Teil?** Das Transaktionsgeld wären das Bargeld und die Sichteinlagen bei der Bank. Dafür erhält man keine Zinsen

und muss auch Geld für die Aufbewahrung bezahlen. Dieses Geld wäre Zentralbankengeld, das nur von dieser hergestellt werden kann.

**Erwarten Sie, dass ein Systemwechsel tatsächlich möglich ist?** Ja. Bis jedoch ein neues System ernsthaft realisiert wird, benötigen wir eine weitere Krise.

**Worauf müssen wir uns in den nächsten Jahren einstellen?** Wichtig ist das Wissen, dass die Krise nicht vorbei ist, sondern weiter anschwillt. Für mich ist sie der grossen Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre durchaus ähnlich, allerdings verläuft sie auf der Zeitschiene anders. Wir müssen uns auf erhebliche wirtschaftliche und politische Differenzen einstellen, Spannungen zwischen Ländern, soziale Spannungen und erhebliche Vermögensverluste. ■

## Daniel Stelter

► Daniel Stelter ist Ökonom und Strategieberater. Zuvor war er bei der Boston Consulting Group Senior Partner und Managing Director. Stelter ist Verfasser mehrerer Bücher über die Finanz- und Schuldenkrise.